

# Rettede emisjoner som forsvarstiltak

Enkelte begrensninger i styrets kompetanse til å foreta en rettet emisjon ved fiendtlige oppkjøp



Kandidatnr: 255

Veileder: Kristin Normann

Leveringsfrist: 25. april 2005

Til sammen 17709 ord

21.04.2005



## Innholdsfortegnelse

<b>1</b>	<b>INNLEDNING</b>	<b>1</b>
<b>1.1</b>	<b>PROBLEMSTILLING</b>	<b>1</b>
<b>1.2</b>	<b>DEFINISJONER</b>	<b>1</b>
<b>1.3</b>	<b>AVGRENSNINGER</b>	<b>2</b>
<b>1.4</b>	<b>BAKGRUNN</b>	<b>3</b>
<b>1.5</b>	<b>RETTSKILDER OG RETTSKILDEBRUK</b>	<b>5</b>
<b>1.6</b>	<b>DEN VIDERE FREMSTILLING</b>	<b>7</b>
<b>2</b>	<b>EMISJONER SOM FORSVARSTILTAK</b>	<b>8</b>
<b>2.1</b>	<b>FORTRINNSRETTEDE EMISJONER</b>	<b>8</b>
<b>2.2</b>	<b>RETTEDE EMISJONER</b>	<b>10</b>
<b>I</b>	<b>GENERELLE BEGRENSNINGER</b>	<b>12</b>
<b>3</b>	<b>LIKHETSPRINSIPPET</b>	<b>12</b>
<b>3.1</b>	<b>INNLEDNING</b>	<b>12</b>
<b>3.2</b>	<b>LIKEBEHANDLINGSKRAVET I BØRSFORSKRIFTEN § 23-8(1)</b>	<b>15</b>
3.2.1	INNLEDNING	15
3.2.2	BAKENFORLIGGENDE HENSYN	15
3.2.3	BESTEMMELSENS INNHOLD	17
3.2.3.1	Personelle vilkår	17
3.2.3.2	Materielle vilkår	19
<b>4</b>	<b>MYNDIGHETSMISBRUK</b>	<b>25</b>
<b>4.1</b>	<b>INNLEDNING</b>	<b>25</b>
<b>4.2</b>	<b>BØRSFORSKRIFTEN § 23-8(2)</b>	<b>25</b>
4.2.1	INNLEDNING	25
4.2.2	BESTEMMELSENS INNHOLD	27
		<b>III</b>

4.2.2.1	Personelle vilkår	28
4.2.2.2	Materielle vilkår	29
4.2.2.3	Prosessuelle vilkår	36

## **II BEGRENSNINGER I OPPKJØPSSITUASJONER** **37**

### **5 VERDIPAPIRHANDELLOVEN § 4-17** **37**

<b>5.1</b>	<b>INNLEDNING</b>	<b>37</b>
<b>5.2</b>	<b>BAKENFORLIGGENDE HENSYN</b>	<b>38</b>
<b>5.3</b>	<b>ANVENDELSESOMRÅDE</b>	<b>39</b>
5.3.1	BEGRENSNINGENS INNTREDEN	40
5.3.1.1	”underrettet”	40
5.3.1.2	”tilbud skal fremsettes”	42
5.3.2	BEGRENSNINGENES OPPHØR	43
5.3.2.1	”tilbudsperioden er utløpt”	43
5.3.2.2	”resultatet er klart”	44
<b>5.4</b>	<b>BESTEMMELSENS INNHOLD</b>	<b>45</b>
5.4.1	PERSONELLE VILKÅR	45
5.4.2	MATERIELLE VILKÅR	46
<b>5.5</b>	<b>UNNTAK</b>	<b>48</b>
5.5.1	SELSKAPETS NORMALE LØPENDE FORRETNINGSDRIFT	48
5.5.2	FULLMAKT MED SIKTE PÅ OPPKJØPSSITUASJONER	49

### **6 BØRSLOVEN § 5-15** **52**

<b>6.1</b>	<b>INNLEDNING</b>	<b>52</b>
<b>6.2</b>	<b>ANVENDELSESOMRÅDE</b>	<b>52</b>
6.2.1	”OVERTAGELSESSITUASJON”	53
<b>6.3</b>	<b>BEGRENSNINGENS INNHOLD OG UNNTAK</b>	<b>56</b>

### **7 TAKEOVERDIREKTIVET OG DETS BETYDNING I NORSK RETT** **57**

<b>7.1</b>	<b>INNLEDNING</b>	<b>57</b>
<b>7.2</b>	<b>KORT HISTORIKK</b>	<b>57</b>
<b>7.3</b>	<b>DE RELEVANTE BESTEMMELSER FOR FORSVARSTILTAK</b>	<b>58</b>
<b>7.4</b>	<b>VIRKNINGER FOR NORSK RETT</b>	<b>59</b>

<b>8</b>	<b>TABELLER</b>	<b>62</b>
<b>8.1</b>	<b>EIERANDEL OG MEDFØRENDE KONTROLL</b>	<b>62</b>
<b>8.2</b>	<b>FRIVILLIGE VS PLIKTIGE TILBUD</b>	<b>63</b>
<b>9</b>	<b>LITTERATURLISTE</b>	<b>64</b>
<b>9.1</b>	<b><i>LOVER</i></b>	<b>64</b>
<b>9.2</b>	<b><i>FORSKRIFTER</i></b>	<b>64</b>
<b>9.3</b>	<b><i>BØRSSIRKULÆRE</i></b>	<b>64</b>
<b>9.4</b>	<b><i>ANBEFALINGER</i></b>	<b>64</b>
<b>9.5</b>	<b><i>LOVFORARBEIDER</i></b>	<b>64</b>
<b>9.6</b>	<b><i>TRYKKET LITTERATUR</i></b>	<b>65</b>
<b>9.7</b>	<b><i>ELEKTRONISK LITTERATUR, AVISARTIKLER OG ANNET</i></b>	<b>67</b>

# 1 Innledning

## 1.1 Problemstilling

Om et oppkjøpsforsøk lykkes eller ikke kan i vesentlig grad avhenge av om styret i målselskapet motsetter seg tilbudet og iverksetter forsvarstiltak. Styret skal handle ut i fra selskapet og aksjeeiernes beste, ikke ut fra egne interesser. Dersom selskapet får en ny kontrollerende eier, vil derimot styret ofte bli skiftet ut, og det vil derfor foreligge en viss fare for at styremedlemmene vil ta i betraktning sine egne stillinger og interesser i vurderingen av oppkjøpstilbudet.

Av blant annet denne grunn begrenses styrets handlefrihet i oppkjøpssituasjoner. Temaet som her skal behandles, er i hvilken grad utvalgte regelsett begrenser styrets adgang til å foreta rettede emisjoner som forsvarstiltak mot et fiendtlig oppkjøp av et børsnotert selskap.

## 1.2 Definisjoner

Med ”oppkjøp” og ”oppkjøpsforsøk” menes i den videre fremstilling de situasjoner der en juridisk eller fysisk person kjøper eller forsøker å kjøpe aksjer i et annet selskap, enten det er alle aksjene eller nok til å overta kontrollen i selskapet. Også tilfeller der målet er å oppnå negativt flertall, omfattes. Dette kan skje med eller uten ledelsen i målselskapets samtykke, og de tilfellene der oppkjøpet skjer mot ledelsens vilje omtales her som ”fiendtlige oppkjøp”.

Med ”oppkjøper” eller ”tilbyder” refereres det til den juridiske eller fysiske person som ønsker å kjøpe aksjer i målselskapet.

”Målselskapet” vil alltid være en juridisk person, og er selskapet som forsøkes kjøpt opp. Med ”ledelsen” og ”styret” siktes det til ledelsen og styret i målselskapet.

Betegnelsene ”aksjonær” og ”aksjeeier” benyttes om hverandre uten at det er tilsiktet å innebære noen betydningsforskjell. I begge tilfeller siktes det til deltakerne i målselskapet.

Med ”emisjon” siktes det til aksjekapitalutvidelse etter reglene i allmennaksjeloven kapittel 10. ”Offentlig” er emisjonen dersom allmennheten inviteres til tegning,<sup>1</sup> mens den er ”rettet” der kun en bestemt og begrenset krets av tegnere inviteres.

### 1.3 Avgrensninger

En forutsetning for den videre fremstilling er at et fiendtlig oppkjøpstilbud oppleves som mulig og nært forestående i tid, og at styret vil motsette seg det. Som en konsekvens av at kun tilfeller der målselskapet er børsnotert behandles, vil målselskapet være et allmennaksjeselskap jfr. vilkårene for børsnotering i børsl § 5-6 jfr. børsforskriften § 2-1. Ikke alle reglene som behandles får anvendelse utelukkende på børsnoterte allmennaksjeselskaper, og enkelte problemstillinger oppgaven reiser vil kunne ha relevans også for aksjeselskaper og øvrige allmennaksjeselskaper.

Kompetanse til å foreta rettede emisjoner tilligger generalforsamlingen, og styret dersom det er gitt fullmakt fra generalforsamlingen. Det er flere betenkeligheter knyttet til at styret foretar slike emisjoner ettersom styremedlemmenes interesser ikke nødvendigvis er sammenfallende med aksjeeiernes. Det er styrets kompetanse som her skal behandles, men for å belyse oppgavens kjerneområde vil også problemstillinger ift. generalforsamlingen drøftes i en viss utstrekning.

Flere regelsett begrenser styrets adgang til å foreta rettede emisjoner, enkelte av disse på generelt grunnlag og andre kun i oppkjøpssituasjoner. Av plasshensyn behandles kun

---

<sup>1</sup> Asal § 10-1 inneholder ingen begrensning for hvem som kan innbys til å tegne aksjer, i motsetning til asl. § 10-1 der kun aksjeeiere eller bestemte navngitte personer kan innbys.

noen utvalgte skranker. Av generelle begrensninger behandles kravet til likebehandling og forbudet mot myndighetsmisbruk i børsforskriften § 23-8. Av mer spesielle regler behandles vphl § 4-17 og børsl § 5-15.

De sanksjoner som kan gjøres gjeldende dersom styret foretar rettede emisjoner i strid med sin kompetanse, behandles ikke. Dette gjelder spørsmålet om det utløses erstatningsansvar for styremedlemmene dersom aksjeeierne påføres tap, jfr. asal kapittel 17 og ulovfestet rett, og spørsmålet om straffansvar jfr. asal kapittel 19.

I den grad det på flere områder vil være behov for å avgrense mot en uttømmende behandling, fremgår ytterligere avgrensninger av drøftelsen.

#### 1.4 Bakgrunn

Oppkjøp er bare unntaksvis fiendtlige i Norge,<sup>2</sup> men i enkelte tilfeller skjer det mot ledelsens vilje. Dersom et oppkjøpsforsøk ikke er ønsket hos målselskapet, kan styret i kraft av sin forvaltningskompetanse etter asal § 6-12 flg, foreta handlinger for å vanskeliggjøre eller forhindre oppkjøpet. Slike handlinger vil i det følgende omtales som forsvarstiltak mot fiendtlige oppkjøp.

I tillegg til rettede emisjoner, finnes det en rekke andre forsvarstiltak som kan besluttes iverksatt. For eksempel kan selskapet selge sin mest attraktive virksomhet,<sup>3</sup> innføre stemmerettsbegrensninger eller vedtektsfeste at aksjeoverdragelse skal være betinget av samtykke fra styret. Mange forsvarstiltak har sin opprinnelse i de amerikanske og engelske verdipapirmarkeder, der fiendtlige oppkjøp var et vanligere fenomen også før det ble introdusert i Norge. I Storbritannia hadde man flere takeover-kamper på 1960-tallet, hvilket ledet til vedtakelsen av "City Code on Take-Overs and Mergers". I USA startet utviklingen for alvor i 1974 da Morgan Stanley var rådgiver ved et fiendtlig oppkjøp.<sup>4</sup> Uttrykk som "poison pills", "shark repellents", "green mailing" og "pacman-

---

<sup>2</sup> Bugge 2001 s.411.

<sup>3</sup> For en nærmere drøftelse av salg av "kronjuveler", se Solem 2001.

<sup>4</sup> Smith 1988 s.11.



defense” er kjent derfra, men ikke alle disse tiltakene er praktisk gjennomførbare etter norske regler.<sup>5</sup>

Forsvarstiltak kan ha både positiv og negativ effekt for aksjonærene og avhenger blant annet av styrets motiv for å motsette seg oppkjøpet og iverksette tiltak. Som argumenter mot oppkjøp kan blant annet anføres at tilbudet er for lavt, at selskapets egentlige verdi ikke er reflektert i børskursen (for eksempel fordi egenopparbeidet goodwill ikke regnskapsføres, jfr. regnskapsloven § 5-7 jfr. § 5-3), at kjøper kun er ute etter en rask gevinst og ikke er interessert i selskapets fremtid, eller at kjøper har stor gjeld eller får det i og med oppkjøpet, og at denne vil begrense det eventuelle nye konsernets finansielle handlefrihet i fremtiden. For eksempel medfører ofte lånefinansierte selskapsoppkjøp at gjeldsbyrden i atskillig utstrekning veltes over på målselskapet, med det resultat at det må foretas restrukturering for å dekke gjelden.<sup>6</sup>

Forvaltningen av selskapet hører som sagt under styret, og forvaltningen må være i samsvar med lovgivningen og selskapets vedtekter, og være lojal i forhold til målsettingen om å opprettholde selskapskapitalen og realisere verdiene til aksjeeiernes beste, hvilket innebærer å skaffe aksjeeierne økonomisk utbytte.<sup>7</sup> Videre gjelder det også et generelt krav om at styrets forretningsmessige avgjørelser må være forsvarlige, hvilket omfatter både saksbehandlingen og innholdet av de beslutninger som treffes. Selv om styret har fullmakt fra generalforsamlingen til å foreta emisjoner, må bruken av den være innenfor disse rammer.

Et generelt problem er at styremedlemmer kan ha interesser som avviker fra aksjeeiernes, hvilket gjerne forsterkes i oppkjøpssituasjoner ettersom det vil medføre ny kontrollerende eier og trolig utskiftninger i styrets sammensetning. For at styret ikke skal blande egne og aksjonærenes interesser ved beslutning om iverksettelse av forsvarstiltak, er det derfor et visst behov for regler som begrenser styrets handlefrihet, særlig i sistnevnte situasjon. Ineffektiv drift av selskapet hindrer en effektiv bruk av ressurser, og forandringer i selskapets struktur gjennom et oppkjøp og utskiftninger i ledelsen kan være nødvendig for selskapets fremtid. Dersom styret i det enkelte selskap

---

<sup>5</sup> For en oversikt over styrets handlingsmuligheter, se Bugge 2001.

<sup>6</sup> Se NOU 1991:25.

<sup>7</sup> Se Bergh 2004 s.134.

kunne forsvare seg med alle midler, ville dette kunne hindre en positiv utvikling i selskapets konkurranseevne, på bekostning av selskapet som sådan og minoritetens interesser.<sup>8</sup>

## 1.5 Rettskilder og rettskildebruk

De selskapsrettslige forhold knyttet til allmennaksjeselskaper reguleres primært av Lov om allmennaksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 45 (asal), og denne vil derfor stå sentralt i oppgaven. Lovens forarbeider vil være relevante tolkningsfaktorer for å avklare innholdet i de enkelte bestemmelsene. Det finnes to sett felles forarbeider til aksjeloven/allmennaksjeloven, ettersom det første lovutkastet med forarbeider ble sendt tilbake til Regjeringen fra Stortinget. Disse er NOU 1992:29, Ot.prp.nr. 36 (1993-94) og Innst.O.nr. 45 (1994-95), og NOU 1996:3, Ot.prp.nr. 23 (1996-97), Ot.prp.nr. 39 (1996-97) og Innst.O.nr. 80 (1996-97). I den grad reglene om kapitalforhøyelse og myndighetsmisbruk er innholdsmessig like, vil begge sett være relevante. Generalklausulen i § 6-28 er innholdsmessig lik § 5-21, og uttalelser i forarbeidene angående denne vil også kunne benyttes ved tolkningen. Forarbeidene til dagens lov svarer fullt ut til tilsvarende bestemmelser i Lov om aksjeselskaper av 4.juni 1976 nr. 59 (asl. 1976/1976-loven),<sup>9</sup> og forarbeidene til denne loven vil derfor også være relevante rettskilder. Primært gjelder det Ot.prp.nr. 19 (1974-75).

Sentralt i kapittel 3 og 4 står også børsforskriften av 17. januar 1994 nr. 30 (børsforskriften) som fastsetter nærmere regler om børsens virksomhet med hjemmel i børsloven kapittel 5 og 7. Børsforskriften har ingen autorative forarbeider på linje med lovgivningen. I juridisk teori legges det til grunn at børsforskriften § 23-8(2) og asal § 6-28(1) i det vesentlige er sammenfallende, men at det gjelder en noe strengere norm for børsnoterte selskaper slik og at det derfor skal mindre til før § 23-8(2) er overtrådt.<sup>10</sup>

---

<sup>8</sup> ESL anbefaler i punkt 8 at styremedlemmer bør oppfordres til å eie aksjer i selskapet. Dette kan bidra til økt økonomisk fellesskap mellom aksjeeierne og styremedlemmene, og styremedlemmene må da utvise varsomhet i forhold til å bidra til kortsiktige disposisjoner fra selskapets side som ikke tjener fellesskapet også over tid.

<sup>9</sup> Ot.prp. nr. 23 (1996-97) s.151 jfr. s.191.

<sup>10</sup> Se Endresen 1996 s.54, Ryel 1995 s.67 og Bergo 2004 s.139.

Forarbeidene til asal § 6-28(1) vil derfor være en relevant rettskilde også ved tolkningen av § 23-8(2).

Sentralt i kapittel 5 står Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79 (vphl) og dennes forarbeider. Forarbeidene er NOU 1996:2, Ot.prp.nr. 29 (1996-97) og Innst.O.nr. 83 (1996-97). Lovens § 4-17 er ny og har ingen parallell i den forrige verdipapirhandelloven (lov av 14. juni 1985 nr. 61). Derimot har NOU 1991:25 om lånefinansierte selskapsoppkjøp vært med på å utforme verdipapirlovens regler om tilbudsplikt og begrensningene i målselskapets handlingsfrihet, og vil derfor stå sentralt.<sup>11</sup>

Lov om børsvirksomhet av 17. november 2000 nr. 80 (børsl) og dens forarbeider NOU 1999:3, Ot.prp.nr. 73 (1999-2000) og Innst.O.nr. 3 (2000-2001), står sentralt i avhandlingens kapittel 6. Loven erstattet Lov om verdipapirbørs av 17. juni 1988 nr. 57 (børsl 1988), og er i stor grad en videreføring av det som var gjeldende rett etter denne. Dennes forarbeider, NOU 1985:33, Ot.prp.nr. 83 (1986-1987) og Innst.O.nr. 90 (1987-1988), kan derfor bidra til å klargjøre innholdet i bestemmelsene i den nye loven.

EU-direktiver og praksis vil også ha relevans siden Norge er forpliktet til å ha et regelverk i overenstemmelse med EU-reglene, jfr. EØS-loven § 1. Det relevante direktiv er det trettende selskapsdirektivet om overtakelsestilbud av 24. april 2004, direktiv 2004/25/EF (overtakelsesdirektivet). Verdipapirhandellovutvalget sluttet seg i vesentlig grad til LBO-utvalgets<sup>12</sup> forslag, hvilket var laget med et tidligere direktivforslag (KOM (90) 416) som modell.<sup>13</sup> Også dette vil derfor være relevant ved tolkningen av verdipapirhandelloven. Det er oppnevnt et lovutvalg som skal foreslå nødvendige lovendringer for å gjennomføre direktivet, og utvalget skal avgi sin utredning innen 20. august 2005. På skrivende tidspunkt foreligger derimot ingen forslag til lovendringer her.

I tillegg til de ovenfor nevnte lover og forarbeider, vil rettspraksis i tilknytning til bestemmelsene være relevant. Generelt foreligger det lite rettspraksis om rettede

---

<sup>11</sup> Det vises spesielt til denne i NOU 1996:2 på s.11.

<sup>12</sup> NOU 1991:25, etter den engelske betegnelsen "legal buy-outs".

<sup>13</sup> NOU 1991:25 s.55 jfr. s.49.

emisjon som forsvarstiltak. Derimot finnes enkelte avgjørelser som kan være relevante i forhold til generalklausulene. Omfanget av rettspraksis etter den nåværende allmennaksjelov er begrenset, men i den grad innholdet i de aktuelle bestemmelser er en videreføring av tidligere rett, vil rettspraksis etter tidligere lover også være relevant.

Vedtak og uttalelser fra børsstyret og Børsklagenemnden er viktige kilder ved tolkningen av børsforskriftens bestemmelser, særlig siden det ikke finnes forarbeider til denne og rettpraksis er beskjedent. Børsstyret kan treffe enkeltvedtak hvor forvaltningsloven kommer til anvendelse jfr. børsl § 5-14 og disse kan påklages til Børsklagenemnden jfr. § 7-1. Søksmål kan eventuelt reises når klageadgangen er utnyttet jfr. § 7-3.

I tillegg til lovregler, vil Norsk anbefaling om eierstyring og selskapsledelse (Norsk anbefaling eller ESL) også være en relevant rettskilde.<sup>14</sup> Dette er retningslinjer om såkalt "good Corporate Governance", og overtredelse får ikke samme virkninger som ved overtredelse av lovregler. Etterlevelse av anbefalingen skal skje på bakgrunn av et følg eller forklar-prinsipp ("comply or explain"), hvilket innebærer at selskapet må forklare hvorfor de eventuelt har valgt en annen løsning enn den anbefalte. Foreløpig finnes ingen sanksjonsmuligheter dersom selskaper ikke forklarer seg.

## 1.6 Den videre fremstilling

Innledningsvis gis i kapittel 2 først en kort gjennomgang av emisjonsreglene og hvordan emisjoner kan brukes som forsvarsmiddel. Deretter vurderes i kapittel 3 og 4 henholdsvis den generelle reglen om krav til likebehandling og forbudet mot myndighetsmisbruk i børsforskriften § 23-8, og hvordan disse kan utgjøre skranker for styrets adgang til å foreta rettede emisjoner. Kapittel 5 tar så for seg vphl § 4-17 og de begrensninger denne legger på styrets handlefrihet når tilbud er fremsatt. Tilsvarende vurderes i kapittel 6 begrensningen i børsloven § 5-15, som kommer til anvendelse i oppkjøpssituasjoner. Til slutt gjennomgås i kapittel 7 kort de relevante deler av takeoverdirektivet, og disses betydning for norsk rett.

---

<sup>14</sup> Tilgang: <http://www.oslobors.no/ob/norskeselskaper>.

## 2 Emisjoner som forsvarstiltak

### 2.1 Fortrinnsrettede emisjoner

Dersom selskaper ønsker å tilføre ny egenkapital gjøres dette etter reglene i allmennaksjeloven kapittel 10. Kapitalforhøyelse i seg selv vil kunne utgjøre et forsvarsmiddel enten oppkjøper er aksjeeier i målselskapet på det aktuelle tidspunktet, eller ikke. Dersom oppkjøper ikke er det, vil eventuelle fremtidige oppkjøp fordyres ettersom selskapet får flere aksjer og høyere aksjekapital. Dersom oppkjøper allerede er aksjeeier blir et oppkjøp også dyrere ettersom vedkommende da må velge mellom å redusere sin andel, eller investere ytterligere for å bevare sin forholdsmessige del samt kjøpe opp de øvrige aksjer.

Fondsemisjon etter § 10-20 forutsetter ikke innbetaling av ny aksjekapital, men er en omdisponering av selskapets frie egenkapital. I en oppkjøpssituasjon vil formålet med emisjonen blant annet være å utvanne oppkjøperens aksjepost, og det er derfor emisjon ved nytegning som vil være det aktuelle middel. Fondsemisjoner behandles ikke her.

Kapitalforhøyelse beslattes av generalforsamlingen etter forslag fra styret, jfr. §§ 10-1 jfr. 10-3. Generalforsamlingen kan også med to tredels flertall jfr. § 5-18, tildele styret fullmakt til å foreta kapitalforhøyelser jfr. § 10-14(1), og den kan gis for maksimum to år av gangen jfr. § 10-14(3).<sup>15</sup> Fullmakten kan være generell eller den kan spesifikt angi at den også skal gjelde i oppkjøpssituasjoner, hvilket vil være av betydning ift. de spesielle begrensninger som kommer til anvendelse i oppkjøpssituasjoner.<sup>16</sup> For å kunne utstede de nye aksjene raskest mulig i forbindelse med et oppkjøpsforsøk, kreves fleksibilitet, og slik fleksibilitet oppnås best ved at styret gis fullmakt. Dette er et attraktivt alternativ som gjør det enklere for målselskapet å gjennomføre en emisjon, selv i de tilfellene der tilbyder allerede har aksjer i selskapet. Ledelsen slipper da å

---

<sup>15</sup> Dette er en innstramning ift. 1976-loven § 4-8(2) som tillot maksimum fem år.

<sup>16</sup> Se kapittel 5 og 6.

innkalle til ekstraordinær generalforsamling, hvilket har en lovbestemt innkallingsfrist på to uker jfr. § 5-10(2), og aksjene kan i prinsippet utstedes så snart styremøte har vært holdt etter reglene i §§ 6-19 flg.

Etter § 10-14(1) har aksjonærene fortrinnsrett til de nye aksjene i "samme forhold" som de fra før hadde aksjer i selskapet. Blir fortrinnsretten ikke benyttet fullt ut, kommer reglene i § 10-4(3) supplerende til anvendelse. Hensikten bak bestemmelsen er å forhindre at eksisterende aksjonærer blir skadelidende ved utvanning av aksjekapitalen, samt at maktforholdene forskyves.<sup>17</sup>

Regelen om fortrinnsrett innebærer et minoritetsvern ved at minoritetsaksjonærene ikke risikerer å utvannes slik at de mister minoritetsrettigheter.<sup>18</sup> Fortrinnsretten kan også hindre at en aksjonær med et slikt antall aksjer at han kan hindre vedtak som krever kvalifisert flertall, mister denne blokkeringsmuligheten.

En fortrinnsrettsemisjon kan derimot bare forhindre et fiendtlig oppkjøp i den grad tilbyderer lar seg avskrekke av at oppkjøpet blir mer kostbart. En emisjon medfører at målselskapet blir tilført kapital tilsvarende emisjonens størrelse; den høyere kostnaden ved oppkjøpet gjenspeiles i en høyere verdi av målselskapet, det er ikke bare oppkjøpskostnadene som øker. Dersom tilbyder har midler til det, vil derfor ikke en fortrinnsrettsemisjon være så effektivt som forsvarstiltak.<sup>19</sup>

---

<sup>17</sup> Det finnes ingen tilsvarende bestemmelse om fortrinnsrett ved tingsinnskudd. Truyen (2004 s.278) antar at som en følge av at fortrinnsretten kan settes til side medfører dette i praksis likevel ikke et bedre minoritetsvern ved kontantemisjoner enn ved emisjoner basert på tingsinnskudd. Likhetsprinsippet vil fungere som en "ulovfestet fortrinnsrett". Emisjoner basert på tingsinnskudd behandles ikke her.

<sup>18</sup> Allmennaksjeloven inneholder enkelte minoritetsrettigheter, og grensen for å kunne påberope seg disse er lagt til en tyvedel og en tidel. Se f.eks asal § 5-7 om innkalling til ekstraordinær generalforsamling, § 5-25 om gransking, § 7-3(2) om nyvalg av revisor, § 16-14(1) nr. 2 om at tingretten overtar ansvaret for avvikling, og § 17-4 om erstatningskrav på vegne av selskapet. Se tabell 8.1

<sup>19</sup> Se Guldborg 1990 s.136-137.

## 2.2 Rettete emisjoner

Dersom utstedelse av nye aksjer skal forhindre eller vanskeliggjøre et oppkjøp, vil det være mest effektivt om aksjene utstedes til en eller flere "vennligsinnede" aksjonærer, såkalte "hvite riddere".<sup>20</sup> En slik rettet emisjon vil medføre en omfordeling av aksjekapitalen; selskapet får flere vennligsinnede aksjeeiere eller eksisterende vennligsinnede aksjeeiere gis en større eierandel, samtidig som eierandelen til den fysiske eller juridiske person som ønsker å oppnå kontroll i målselskapet, blir utvannet. De nye aksjeeierne kan således sammen med ledelsen/flertallet forhindre at en annen gruppering kjøper seg opp til en post som kan gi avgjørende innflytelse i selskapet.<sup>21</sup>

Rettete emisjoner utgjør et unntak fra hovedregelen om fortrinnsrettsemisjon fordi aksjetegningen skjer i et annet forhold enn det som følger av de eksisterende aksjonærenes relative andel. Det rettslige grunnlag for tilsidesettelsen er § 10-5, der det fremgår at fortrinnsretten kan fravikes med flertall som for vedtektsendring, dvs. to tredels flertall jfr. § 5-18. Dersom styret skal ha kompetanse til å fravike fortrinnsretten ved bruk av fullmakt, må generalforsamlingen angi dette i fullmaktsbeslutningen jfr. § 10-14(2) nr.3. Dette gjelder enten fullmakten er generell eller kan også brukes i oppkjøpssituasjoner.

Allmennaksjeloven inneholder ingen begrensninger for hvem fortrinnsretten kan fravikes til fordel for. Som forsvarstiltak mot fiendtlige oppkjøp, kan det derfor i utgangspunktet foretas en rettet emisjon både til fordel for eksisterende, vennligsinnede aksjonærer<sup>22</sup> og til utenforstående tredjemenn.<sup>23</sup> Som vi skal se i de følgende kapitler, begrenses dette utgangspunktet derimot av ulike bestemmelser.

I tillegg gjelder formentlig som et alminnelig prinsipp at en fravikelse av fortrinnsretten til fordel for andre må være saklig begrunnet i selskapets interesse.<sup>24</sup> At aksjeeiernes

---

<sup>20</sup> Bugge 2001 s.423.

<sup>21</sup> Woxholth 2004 s.117, som refererer til Gjems-Onstad s.172.

<sup>22</sup> Se RG 1990.1114 og RG 1993.737.

<sup>23</sup> Før 1976-loven var adgangen til å sette fortrinnsretten til side betinget av at aksjene var forbeholdt noen som ikke fra før var aksjeeiere, se Ot.prp.nr. 19 (1974-75) s.54. Dette vilkåret ble fjernet siden det kunne stenge for ordninger som var fullt ut forsvarlige.

<sup>24</sup> Aksjeloven/allmennaksjeloven 2004 s.683 som henviser til Augdahl s.121, Martinussen s.87 og Andenæs 1998 s.395.  
Se også RG 1996.491.

interesse i å få avkastning for sin investering er det sentrale element i selskapets interesse, må uten videre være på det rene.<sup>25</sup> Men flere elementer kan inkluderes, så som kreditorer og ansattes interesser. Disse er ikke nødvendigvis sammenfallende med aksjeeiernes interesser, og en fravikelse kan teoretisk være saklig begrunnet i selskapets interesse uten at det er i aksjeeiernes felles interesse, til tross for at f.eks kreditorer vernes av andre bestemmelser og § 10-5 ikke primært sikter på å beskytte disse. I så fall vil det kunne oppstå enkelte tilfelle der en saklig begrunnelse i selskapets interesse ikke er sammenfallende med børsforskriften § 23-8(1) sitt vilkår om saklig begrunnelse ut fra utsteders og innehavernes felles interesse. Også etter ESL punkt 4 skal styret begrunne fravikelse av fortrinnsretten ut fra selskapets og aksjonærenes felles interesse.

Kravet om saklig begrunnelse i selskapets interesse vil i praksis være en begrunnelse i aksjeeiernes felles interesse, og forskjellen problematiseres ikke videre i juridisk litteratur. Av plassmessige hensyn drøftes problemstillingen heller ikke ytterligere her, og det henvises til drøftelsen av saklighetskravet i § 23-8 under punkt 3.2.3.2.

Enkelte forsvarstiltak er skreddersydd kun for å hindre oppkjøp,<sup>26</sup> mens rettede emisjoner kan ha en funksjon også i andre sammenhenger. I tillegg til å ha fullmakt til å foreta en rettet emisjon liggende som et forsvarsmiddel i tilfelle tilbud skulle bli fremsatt, kan en fullmakt være motivert i behovet for å kunne foreta emisjonen hurtig. Dersom selskapet er i en vanskelig økonomisk situasjon og det dukker opp en gunstig mulighet til å skaffe kapital ved en rettet emisjon, kan innkallelse til generalforsamling ta for lang tid. Ved en rettet emisjon, kan selskapet også inngå strategiske allianser,<sup>27</sup> og en rettet emisjon til ansatte eller tillitsmenn vil kunne sikre lojalitet og stimulere til økt arbeidsinnsats.<sup>28</sup>

---

<sup>25</sup> Aksjeloven/allmennaksjeloven 2004 s.494.

<sup>26</sup> Et eksempel er "poison pills" som er uttrykket som gjerne benyttes om avtaler eller vedtektsbestemmelser som trer i kraft ved kontrollskifte, for å gjøre oppkjøpsmålet mindre attraktivt. De mest vanlige "poison pills" i USA er "flip-in" der oppkjøpet utløser et tilbud til eksisterende aksjonærer unntatt erververen om å tegne flere aksjer til en lav pris, og "flip-over" der aksjonærene tilbys å kjøpe erververens aksjer til en lav pris etter oppkjøpet. "Poison pills" i amerikansk forstand er lite egnet i Norge, blant annet fordi de kan komme i konflikt med prinsippet om likebehandling. Et poison pill-eksempel er det amerikanske selskapet PeopleSoft som ble kjøpt opp av Oracle i desember 2004. Selskapet hadde en bestemmelse i vedtektene som bestemte at dersom en aksjeeier fikk 20 % av aksjene eller mer, fikk de øvrige aksjeeiere en rett til å kjøpe nye aksjer til halv pris, og slik utvanne vedkommende som hadde oversteget 20 %. Se artikkel i SF Chronicle 23. november 2004.

<sup>27</sup> Truyen 2004 s.278.

<sup>28</sup> Truyen 2004 s.278. Et eksempel her er dommen inn tatt i RG 2001 s.841, som riktignok gjaldt gyldigheten av et generalforsamlingsvedtak. Emisjonen var rettet mot de ansatte og hadde som formål



## I Generelle begrensninger

---

### 3 Likhetsprinsippet

#### 3.1 Innledning

Allmennaksjelovens utgangspunkt er at aksjeeiere som representerer mer enn 50% av stemmene på generalforsamlingen avgjør styresammensetningen jfr. § 6-3 jfr. § 5-17(1). Majoritetsaksjonærer kan på denne måten innsette et styre som forvalter selskapet på en måte minoritetsaksjonærene misliker. Men flertallsprinsippet innebærer ikke at styret ubegrenset kan treffe vedtak mot minoritetsaksjonærenes vilje.

Reglene om kvalifisert flertall for enkelte typer vedtak jfr. §§ 5-18 og 5-19 innebærer en viss beskyttelse av minoritetsaksjonærene. Et eksempel her er nettopp fravikelse av fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse. Men heller ikke denne beskyttelsen er tilstrekkelig der det flertall som kreves, faktisk finnes. Selv i de tilfeller der en beslutning har skjedd formelt riktig, kan den innebære en ulovlig tilsidesettelse av minoritetsaksjonærenes interesser.

Lovgivningen har derfor en rekke regler og prinsipper som setter skranker for styrets kompetanse, og et viktig prinsipp her er det såkalte likhetsprinsippet. Dette medfører en begrensning i styrets adgang til å foreta rettede emisjoner generelt, og vil begrense styrets kompetanse også i perioden før oppkjøpstilbud faktisk fremsettes og de

---

å få de ansatte inn på eiersiden. Vedtaket ble ikke ansett å begunstige visse aksjeeiere på andres bekostning.

spesielle begrensninger kommer til anvendelse. Likhetsprinsippet krever av den grunn en nærmere gjennomgang.

For selskapets aksjer gir asal § 4-1 uttrykk for den aksjerettslige likhetsgrunnsetningen om at "[a]lle aksjer gir lik rett i selskapet". Bestemmelsen må sees i sammenheng med asal § 3-1(2) om at aksjekapitalen skal være fordelt på én eller flere aksjer som rettigheten som aksjeeier knytter seg til, og at aksjene skal lyde på like stort beløp, hvilket er utgangspunktet for likhetsgrunnsetningen i § 4-1. Rettighetene er knyttet til kapitalandelene, ikke til personene slik de er i et ansvarlig selskap. Likebehandling av aksjene resulterer normalt i en relativ likebehandling av aksjonærene. Den reelle situasjon er oftest at aksjonærene er i besittelse av ulike antall aksjer, og majoriteten i selskapet kan derfor være én eller et fåtall personer.

§ 4-1 gir uttrykk for et formelt likhetsprinsipp, og må også ses i sammenheng med bestemmelsene om myndighetsmisbruk som gir uttrykk for et materielt likhetsprinsipp.<sup>29</sup> Forbudet mot myndighetsmisbruk er en av de øvrige regler som setter skranker for styrets makt i forhold til minoritetsaksjonærene, og drøftes i kapittel 4.

Likhetsprinsippet innebærer at aksjeeierne skal sikres en lik og rimelig adgang til å nyte godt av selskapets virksomhet gjennom den verdi hans aksjer har og det utbytte de gir rett til.<sup>30</sup> Skal enkelte aksjeeiere få særfordeler av selskapet må dette ha hjemmel i stiftelsesgrunnlaget eller samtykke fra de som forfordes. Det samme gjelder dersom selskapets ressurser skal brukes til annet enn aksjeeiernes felles interesser.<sup>31</sup> Ingen skal med andre ord settes i en bedre eller dårligere situasjon enn andre.

Dette utgangspunktet kan fravikes i vedtektene ved at det kan dannes ulike aksjeklasser.<sup>32</sup> Ulikheten her kan knytte seg til både organisatoriske og økonomiske rettigheter knyttet til aksjene.<sup>33</sup> Eksempler kan være henholdsvis retten til å delta og kreve informasjon på generalforsamlingen, og retten til å tegne aksjer ved nyemisjon og

---

<sup>29</sup> NOU 1992:29, s.92.

<sup>30</sup> Woxholth 2004 s.60.

<sup>31</sup> Ot.prp.nr. 23 (1996-97) s.104.

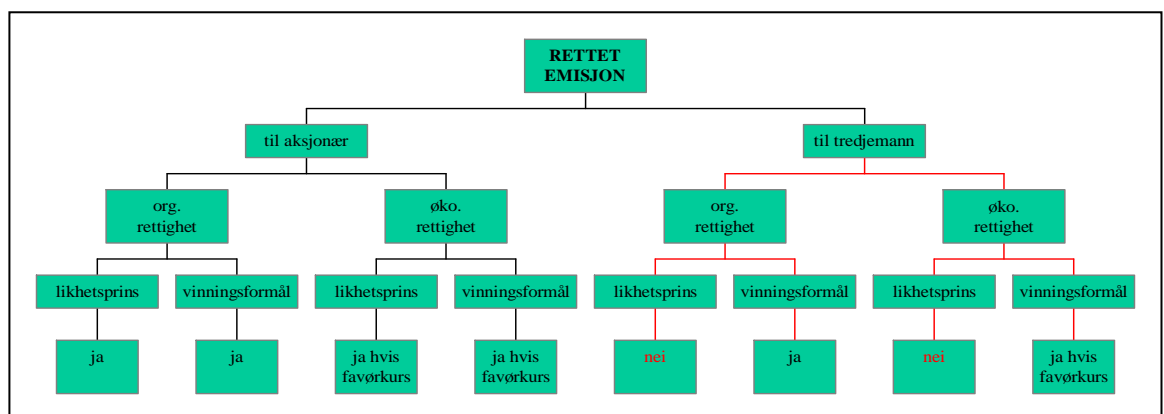
<sup>32</sup> Det kan også vedtektsføres andre begrensninger, som for eksempel at ingen kan stemme for mer enn en viss prosentandel (stemmetak).ESL går lenger her og anbefaler at selskaper bør ha kun én aksjeklasse.

<sup>33</sup> NOU 1992:29, s.92.

rett til utbytte. Dersom det innføres flere aksjeklasser må aksjonærene innenfor den enkelte klasse derimot likebehandles; det kan ikke knyttes større rett til utbytte til én A-aksje enn en annen A-aksje. Likhetsprinsippet viser seg også ved at dersom en beslutning medfører at rettsforholdet mellom tidligere likestilte aksjer endres, kreves tilslutning fra samtlige aksjeeiere jfr. asal § 5-20(1) nr. 4. Det er også flere bestemmelser som forutsetter enstemmighet, så som asal § 8-6(3) om gaver.

Hensikten med hovedregelen om fortrinnsrett i § 10-4, er å forhindre at eksisterende aksjonærer blir skadelidende ved utvanning av aksjekapitalen, samt at maktforholdene forskyves; det gjelder altså her et strengt likhetsprinsipp. Med utvanning siktes det til at de eksisterende aksjeeieres forholdsmessige eierandel reduseres.

En rettet emisjon vil etter dette i utgangspunktet være et brudd på likebehandlingskravet. Dersom den er rettet til utvalgte aksjonærer vil det kunne være et brudd siden det innebærer en omfordeling av organisatoriske rettigheter. Dette gjelder også der emisjonen gjelder en aksjeklasse uten stemmerett. Hvis emisjonen i tillegg skjer til favørkurs<sup>34</sup> skjer det også en forskjellsbehandling i forhold til økonomiske rettigheter. Tilsvarende gjelder ved emisjoner til tredjemenn; organisatoriske rettigheter overføres og økonomiske rettigheter krenkes dersom det skjer til favørkurs. I disse tilfellene vil det derimot være vinningsformålet som krenkes, ikke kravet til likebehandling.<sup>35</sup> Med vinningsformålet siktes til prinsippet om gevinstmaksimering for aksjonærfellesskapet. Det er intet vilkår at den enkelte aksjonær samtidig oppnår maksimal avkastning; fordelingen av gevinsten mellom aksjonærene reguleres nettopp av likhetsprinsippet.<sup>36</sup>



<sup>34</sup> Hva som ligger i begrepet "favørkurs" drøftes i Truyen 2004 s.287 flg.

<sup>35</sup> Truyen 2004 s.284.

## 3.2 Likebehandlingskravet i børsforskriften § 23-8(1)

### 3.2.1 Innledning

Kravet til likebehandling er sentralt i børsretten og bidrar til å sikre at markedene fremstår som velordnede og tillitsvekkende. For å sikre likebehandling av aksjonærer og innehavere av andre verdipapirer, inneholder børsforskriften en formell likhetsbestemmelse. § 23-8(1) lyder:

”Utstedere av finansielle instrumenter skal likebehandle innehaverne av deres finansielle instrumenter. Utsteder må ikke utsette innehaverne av de finansielle instrumentene for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra utsteders og innehavernes felles interesse.”

Bestemmelsen var ny da den ble innført i børsforskriften av 17. januar 1994 nr. 30 og gjennomfører kravet til likebehandling etter opptaksdirektivet, der det heter at ”[s]elskapet skal sørge for at aksjeeiere som befinner seg i samme stilling, behandles likt”.<sup>37</sup> Likhetsprinsippet kommer også til uttrykk gjennom mer spesifikke lovbestemmelser som for eksempel tilbudsplikten i vphl kapittel 4.<sup>38</sup>

### 3.2.2 Bakenforliggende hensyn

Børsforskriftens krav til likebehandling supplerer de øvrige likhetsbestemmelser i allmennaksjeloven, men har også en selvstendig betydning ved siden av disse. Selskaper som søker sine aksjer eller andre verdipapirer notert på Oslo Børs underlegger seg et supplerende regelsett, i tillegg til reglene i allmennaksjeloven.<sup>39</sup> Også utenlandske

---

<sup>36</sup> Truyen 2004 s.80.

<sup>37</sup> Rådsdirektiv 79/279/EØF om samordning av vilkårene for opptak av verdipapirer til offisiell notering på en fondsbørs, vedlegg 1, oversikt C, punkt 2 a.

<sup>38</sup> Innholdet av kapitlet er at aksjonærer som erverver mer enn 40 % av aksjene i et selskap, må tilby å kjøpe de øvrige aksjer, og det til den høyeste pris vedkommende har gitt for aksjer de siste seks månedene før tilbudsplikten inntrådte. I § 4-10(9) heter det også spesifikt at ”[t]ilbyder skal ikke forskjellsbehandle aksjeeiere ved fremsettelse av tilbud”.

<sup>39</sup> Børsloven og børsforskriften, samt enkelte av bestemmelsene i verdipapirhandelloven, så som § 4-17 jfr. § 4-1, kun anvendelse på børsnoterte selskaper.

utstedere børsnotert i Norge er underlagt bestemmelsene i børsforskriften jfr. børsforskriften § 23-7.

Børsnotering innebærer at selskapet henvender seg til allmennheten og benytter en organisert og offentlig markedsplass for omsetning av sine aksjer. Dette medfører en høyere omsetning og bedrer likviditeten på aksjene. Et velfungerende annenhåndsmarked er ofte en forutsetning for at investorer tegner seg for nye aksjer i førstehåndsmarkedet; å tegne seg for aksjer med begrenset eller ingen likviditet, er lite attraktivt. Børsnotering medfører således økte muligheter for å tiltrekke ny kapital til selskapet, hvilket ofte er hovedformålet med børsnoteringen. Børsnotering innebærer også en form for ”kvalitetsstempel” på selskapet.<sup>40</sup>

Børsens hovedoppgave blir i det henseende å drive en effektiv markedsplass, som gjør det mulig for selskapene å oppfylle disse formålene med børsnotering. For at aksjonærer og investorer skal ha tillit til markedsplassen må det finnes regler som sikrer forutberegnelighet og likebehandling av aktørene i markedet. Det er derimot ikke tilstrekkelig at slike regler finnes, det kreves også at de etterleves. Et grunnleggende utgangspunkt burde være at den som investerer sparepengene sine i børsnoterte aksjer har en berettiget og beskyttelsesverdig forventning om at selskapsledelsen og majoritetsaksjonærer lojalt etterlever de aksjerettslige regler og retningslinjer.<sup>41</sup> For å sikre denne forventningen fører børsen tilsyn med at de sentrale regler overholdes av aktørene.

Kontrollen er basert på ulike hjemmelsgrunnlag, og i tillegg til blant annet prospektplikt ved emisjoner jfr. børsforskriften kapittel 18 og vphl § 5-1, og børsforskriften § 22-1 om god børsikk, står børsforskriften § 23-8 om likebehandling sentralt. At likebehandlingsregelen står i børsforskriften vil etter dette få den konsekvens at børsen kan sanksjonere overtredelser. En aktuell sanksjon vil være å ilegge selskapet et overtredelsesgebyr etter børsloven § 5-12 og børsforskriften § 25-5. For eksempel ble Vital forsikring AS ilagt overtredelsesgebyr i sak 2/97.<sup>42</sup> Dersom en aksjonær mener at hans rettigheter er krenket, kan vedkommende også henvende seg til de ordinære

---

<sup>40</sup> Ryel 1995 s.63 og 68.

<sup>41</sup> Ryel 1995 s.67.

<sup>42</sup> Mer under punkt 6.2.1 her.

domstoler, men dette er både kostbart og tidkrevende, og det er derfor sjelden et alternativ for minoritetsaksjonærer å anlegge sak mot en ressurssterk motpart som selskapet.<sup>43</sup> I forslag til ny tvistemålslov er det derimot åpnet for gruppesøksmål, en søksmålskategori som hittil har vært ukjent i Norge. I så fall vil en gruppe personer, selskaper mv som berøres av en handling på en relativt ensartet måte, kunne samordne sine interesser i ett søksmål for gruppen som helhet. Søksmål for de ordinære domstoler vil i så fall kunne bli et mer aktuelt alternativ.<sup>44</sup>

Etter børsloven § 5-8(1) og børsforskriften § 25-2(1) første punktum kan verdipapirene også strykes fra børsnotering dersom de ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for opptak eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det. Strykning kan medføre redusert finansieringskapasitet, svikt i markedets tillit, fall i kurs, mindre likvide aksjer og medførende økonomisk tap for aksjonærene, og de børsrettslige og selskapsrettslige regler vil derfor i praksis i seg selv utgjøre en skranke for i hvilken grad rettede emisjoner vil brukes som forsvarstiltak.

For brudd på opplysningsplikten etter børsforskriften § 25-4, kan børsen også pålegge utsteder og/eller utsteders ansatte og/eller tillitsvalgte en løpende daglig mulkt inntil opplysningsplikten er oppfylt.

### 3.2.3 Bestemmelsens innhold

#### 3.2.3.1 Personelle vilkår

Det er ”utsteder av finansielle instrumenter” som er pliktsubjekt i bestemmelsen. Det er således utsteders, eller selskapets, ansvar å påse at kravet til likebehandling i børsforskriften § 23-8 etterleves.<sup>45</sup> Dette gjelder også der selskapet benytter meglerfirmaer til å bistå i transaksjonene, som i CHS-saken behandlet nedenfor. Det er ikke noe krav til forsettlig opptreden; uaktsom overtredelse kan også sanksjoneres.<sup>46</sup>

---

<sup>43</sup> Se Ryel 1995 kapittel 2.2.

<sup>44</sup> NOU 2001:32 A, kapittel 17.2

<sup>45</sup> Vedtak og uttalelser 1998 s.90 og Vedtak og uttalelser 2003 s.88.

<sup>46</sup> Vedtak og uttalelser 2003 s.89.

Rettighetssubjektene i bestemmelsen er innehaverne av de finansielle instrumenter. Ettersom det kan være utstedt ulike typer finansielle instrumenter, blir det et spørsmål om alle innehaverne må likebehandles, eller om det kun er innenfor den enkelte type finansielt instrument. At utstedelse av én type finansielt instrument vil ha betydning også for innehaverne av de øvrige typer, er utvilsomt. For eksempel vil utstedelse av frittstående tegningsretter kunne ha betydning for innehavere av aksjer; tegningsretter kan utstedes med en løpetid på fem år jfr. asal § 11-12(2) nr. 7 og utstedelsen medfører derfor en latent endringsmulighet i selskapsstrukturen.<sup>47</sup> Likevel innebærer likebehandlingskravet kun et krav om å likebehandle innehaverne av samme type finansielt instrument; de ulike rettslige forskjeller mellom de finansielle instrumentene kan begrunne forskjellsbehandling uten at det representerer brudd på likhetsprinsippet. Dersom det er utstedt frittstående tegningsretter med en bestemt innløsningsdato, vil det kunne være brudd på likhetsprinsippet dersom en tegningsrettshaver fikk innløse før dette tidspunktet. Likhetsprinsippet innebærer derimot ikke at disse har krav på å likebehandles med aksjonærer i selskapet. Aksjonærer og tegningsrettshavere har ulike innflytelsesmuligheter i selskapet, hvilket er rimelig ettersom tegningsrettshaverne ikke har skutt inn risikokapital fullt ut.<sup>48</sup>



---

<sup>47</sup> For mer om frittstående tegningsretter, se Borgen 2003.

<sup>48</sup> Borgen 2003 s.120.

### 3.2.3.2 Materielle vilkår

#### Likebehandling/forskjellsbehandling

Bestemmelsens første punktum er positivt formulert som et påbud om å likebehandle innehaverne. Etter ordlyden virker dette strengere enn likhetsgrunnsetningen i asal § 4-1 siden det er et absolutt krav. Første punktum må derimot ses i sammenheng med annet punktum der det fremgår at det er forskjellsbehandling som ”ikke er saklig begrunnet ut fra utsteders og innehavernes felles interesse” det er forbud mot, hvilket er i tråd med hvordan likhetsgrunnsetningen i § 4-1 oppfattes.

Hva som skal forstås med likebehandling/forskjellsbehandling fremgår ikke av ordlyden, og det finnes heller ingen autoritative forarbeider som gir nærmere veiledning. I forbindelse med selskapers erverv av egne aksjer foreligger derimot enkelte uttalelser, vedtak og børssirkulære om likebehandlingskravet som vil være relevante faktorer ved fortolkningen av bestemmelsens innhold. Erverv av egne aksjer kan benyttes som forsvarstiltak mot fiendtlige oppkjøp, ettersom selskapet ved å benytte denne fremgangsmåten kan gjøre aksjer tilsvarende inntil 10% av aksjekapitalen utilgjengelig for oppkjøper, jfr. asal § 9-2(1). Tilbakekjøpet kan gjennomføres ved at selskapet selv tilbyr aksjonærene en høyere pris enn tilbyder. Dette kalles gjerne ”greenmailing” og kan innebære en forskjellsbehandling av aksjonærene som kan være i strid med kravet til likebehandling.

I børsstyrets vedtak 25. juni 2003, som gjaldt Choice Hotels Scandinavia ASAs (CHS) tilbakekjøp av egne aksjer utenfor børs, uttales det at ”[p]oenget her er hvorvidt aksjonærene fikk like *muligheter*, ikke hva den enkelte aksjonær etter egen vurdering valgte å gjøre”.<sup>49</sup> Selskapet hadde gitt ordre til flere meglerhus om å kjøpe aksjer i markedet, og disse ordre ble utført delvis ved å kontakte større aksjonærer og delvis ved å kjøpe fra aksjonærer som selv tok kontakt med meglerfirmaene. Selskapet ga ikke markedet noen informasjon om at det var i ferd med å kjøpe tilbake egne aksjer og aksjene selskapet kjøpte ble også kjøpt for en kurs som var betydelig over kursnivået både før og etter kjøpet. Dessuten var aksjen lite likvid. For lite likvide aksjer sier både børssirkulære nr.2/99 og ESL punkt 4 at hovedregelen om at transaksjoner bør foretas

---

<sup>49</sup> Vedtak og uttalelser 2003 s.88.



på børs ikke nødvendigvis er tilstrekkelig, og at kravet til likebehandling bør vurderes ivaretatt på andre måter. Oslo Børs fant at ved den benyttede fremgangsmåte ble selskapets aksjonærer forskjellsbehandlet uten at det var saklig begrunnet.

Et krav om "lik mulighet" vil derimot aldri kunne oppfylles ved en rettet emisjon og emisjonen vil uansett medføre at aksjonærene forskjellsbehandles.

### Saklighetskravet

En rettet emisjon medfører altså en tilsidesettelse av aksjeeiernes fortrinnsrett, og vil i seg selv kunne være et brudd på likebehandlingskravet. Men kravet til likebehandling er ikke absolutt og kan fravikes dersom forskjellsbehandlingen er saklig begrunnet ut fra utsteders og innehavernes felles interesse. Innehavernes krav på likebehandling bør ikke forhindre selskapet å gjennomføre disposisjoner som er nødvendige for å sikre den videre drift.

Hva som ligger i saklighetskravet fremkommer ikke nærmere av ordlyden, annet enn at det er knyttet til utsteders og innehavernes felles interesse. Trolig vil forskjellsbehandlingen som utgangspunkt normalt ikke være saklig dersom det er tatt utenforliggende hensyn.<sup>50</sup> Det er videre formålet med forskjellsbehandlingen som er i fokus, og som må være saklig begrunnet. Bestemmelsens annet ledd, som drøftes nærmere i kapittel 4, retter på sin side oppmerksomheten mot virkningen av en eventuell forskjellsbehandling for innehaverne.

Hva som er utsteders og innehavernes felles interesse, må vurderes konkret. Formålet med stiftelse av et allmennaksjeselskap er vanligvis å gi aksjeeierne økonomisk gevinst og best mulig avkastning på deres investering, og styret skal innenfor rammen av lovgivningen forvalte selskapet ut fra dette formålet. Flere elementer inkluderes i selskapets interesse og blant disse er aksjeeiernes felles interesse. Selskapets interesse er

---

<sup>50</sup> Et eksempel her er inntatt i Vedtak og uttalelser 2003 s.90. Børsen mente det her var tatt utenforliggende hensyn ved tilbakekjøp av egne aksjer idet CHS hadde benyttet selskapets midler for å sikre konsernsjef og styreformann Petter Stordalens private interesser i selskapet, hvilket således medførte urimelig forskjellsbehandling.

derimot ikke nødvendigvis sammenfallende med denne. Et tilfelle der en forskjellsbehandling til fordel for samfunnet som ikke tjente aksjeeierfellesskapets interesse i maksimal økonomisk avkastning, ble ansett å være saklig begrunnet, er inntatt i Rt. 1922.272. Saken gjaldt generalforsamlingens adgang til å fatte vedtak om en gave til et samfunnsnyttig formål, i strid med minoritetsaksjonærenes interesse, og ble besvart på grunnlag av selskapskontrakten og selskapets vedtekter. Problemstillingen tilsvarende dagens asal § 5-21, og må antas å kunne belyse problemstillingen også ift. asal § 6-28(1) og § 23-8 i børsforskriften.<sup>51</sup>

Det er i § 23-8(1) imidlertid et krav at forskjellsbehandlingen skal være saklig begrunnet i utsteders og innehavernes felles interesse. Den langsiktige interesse i avkastning vil derfor være det mest sentrale her som kan begrunne forskjellsbehandling. Vurderingsnormen for hvilken forskjellsbehandling som kan aksepteres, må antas generelt å være strengere i de børsnoterte selskaper.<sup>52</sup> Selv om bestemmelsen i børsforskriften innholdsmessig er lik generalklausulen i allmennaksjeloven, skal det derfor mindre til for at noe innebærer en urimelig fordel etter førstnevnte. Bergo mener at dersom emisjonen rettes til enkelte eksisterende og fortrinnsvis større aksjonærer, skjærpes kravene til den saklige begrunnelsen og at i børsnoterte selskaper er dette knapt akseptabelt uten samtlige aksjonærers samtykke med mindre behovet er påtrengende og de øvrige aksjonærer kompenseres.<sup>53</sup> Dersom oppkjøper er aksjonær i selskapet virker det også vanskelig å begrunne emisjonen i den kollektive aksjeeierinteressen siden aksjeeierne har så ulike interesser.

Saklighetsvurderingen avhenger videre av selskapets situasjon. Der selskapet står i fare for å bli illikvid, tilsier hensynet til gevinstmaksimering for aksjonærene at styret gis et større styringsrom, blant annet ettersom selskapets verdi ved avvikling ofte er lavere enn virkelig verdi. Dersom manglende likviditetstilgang medfører at man vil kunne gå glipp av mulig fortjeneste tilsier også dette en fleksibel emisjonsadgang, men utfallet er noe mer usikkert her og likviditetsargumentet tillegges mindre vekt i saklighetsvurderingen.<sup>54</sup>

---

<sup>51</sup> Dommen behandles nærmere under punkt 4.2.2.2.

<sup>52</sup> Bergo 2004 s.139.

<sup>53</sup> Bergo 2004 s.139.

<sup>54</sup> Truyen 2004 s.302.

Også om det foreligger alternative tiltak er av betydning. En rettet emisjon medfører en krenkelse av organisatoriske rettigheter og dersom likviditetsbehovet kunne blitt avhjulpet på annen måte, skal det mye til før en rettet emisjon anses saklig begrunnet. Også der maktbalansen endres vesentlig skal det mye til.<sup>55</sup>

Dersom selskapet har et likviditetsbehov, kan risikoen for at det ikke tegnes aksjer fullt ut være et problem. Dette kan avhjelpes ved et garantikonsortium, hvilket oftest innebærer provisjon på noen prosent til de(n) som garanterer tegningen. Dersom en eksisterende aksjonær får en slik provisjon kan det tenkes å være et brudd på likhetsprinsippet. Likevel er det mindre inngripende enn krenkelsen av organisatoriske rettigheter ved en rettet emisjon, og det vil trolig ikke være saklig å foreta en rettet emisjon dersom likviditetsbehovet kan avhjelpes gjennom et garantikonsortium.

Det kan også stilles spørsmål om en rettet emisjon kan begrunnes ut i fra en ”fra det mer til det mindre”-argumentasjon. Det kunne for eksempel argumenteres for at en aksjonær i en posisjon som gjør det mulig å hindre et vedtak, heller kunne sette vilkår for vedtakelsen.

Et eksempel her kan være fusjonen mellom DnB og Gjensidige NOR. Dersom fusjonen fant sted, ville statens eierandel bli redusert fra 47% til 28%. Under forhandlingene mellom de to styrene, forlangte derfor Statens Bankinvesteringsfond at det skulle foretas en rettet emisjon mot dem slik at de kunne opprettholde en eierandel på 34%, dvs et negativt flertall. Statens Bankinvesteringsfond kunne i stedet stemt mot fusjonen, hvilket aksjonærene ikke ville ønsket.<sup>56</sup>

En slik ”fra det mer til det mindre”-argumentasjon kan ikke være holdbar. Selv om en aksjonær har muligheten til å hindre et vedtak, kan ikke denne benytte sin posisjon til å sette vilkår for vedtakelsen. DnB NOR valgte ikke å benytte seg av emisjonsfullmakten, men heller å sikre sin andel gjennom oppkjøp i markedet, så problemet ble ikke satt på spissen i det tilfellet.

Børsen viser varsomhet med å overprøve selskapenes egen vurdering av regler som primært er av selskapsrettslig karakter. I CHS-saken vises det til et brev fra børsen til

---

<sup>55</sup> Truyen 2004 s.303.

<sup>56</sup> Se Dagens Næringsliv 6.september 2004: ”DnB-instruks kostet 700 millioner”.

Elkem av 19. mars 2002 hvor det bl.a. fremkommer at "[b]ørsen vil normalt ikke overprøve selskapets skjønn av rimelighet eller saklighet, og i tilfelle bare dersom forskjellsbehandlingen er klart usaklig, grovt urimelig eller det er tatt utenforliggende hensyn".

### "Reparasjonsemisjoner"

Styret kan altså foreta rettede emisjoner der fullmaktsbeslutningen fra generalforsamlingen angir at fortrinnsretten kan fravikes, og fullmakten kan være generell eller spesialdesignet som giftpille i oppkjøpssituasjoner. For å avverge minoritetsbeføyelser ser man tidvis at emisjonsbeslutningen suppleres med en erklæring om at de øvrige aksjonærer vil få en forholdsmessig adgang til å tegne i etterkant av en hasteemisjon rettet til en eller enkelte aksjonær(er). Det vil med andre ord bli foretatt en "reparasjonsemisjon" i etterkant av den rettede emisjonen, hvilket innebærer at emisjonsprosessen i prinsippet blir todelt. Et eksempel her er oljeserviceselskapet Altinex ASA som 30 november 2004 gjennomførte en rettet emisjon til utvalgte investorer i kapitalmarkedet ved bruk av styrefullmakt, etterfulgt av en reparasjonsemisjon til eksisterende aksjonærer. Reparasjonsemisjonen var garantert fulltegnet av et garantikonsortium bestående av deltakere i den rettede emisjonen.<sup>57</sup>

Ordet "reparasjonsemisjon" er noe misvisende ettersom forskjellsbehandlingen ikke repareres i ordets egentlige forstand. Forskjellsbehandlingen har skjedd, men med et vilkår om en etterfølgende emisjon som i en viss grad kompenserer for forskjellsbehandlingen.

Dersom det først rettes en emisjon til visse utvalgte aksjonærer og så gis adgang til de øvrige om å tegne aksjer, vil selskapet gjennom den rettede emisjonen raskere få tilgang på kapitalen. Utstedelse av aksjer til færre enn 50 personer og et beløp lavere enn 40.000 euro, krever prospekt etter børsforskriften kapittel 18, dersom aksjene som utstedes utgjør minimum 10% av aksjekapitalen. Dette prospektet må offentliggjøres

---

<sup>57</sup> [www.altinex.no](http://www.altinex.no), under "news".

senest kl. 12.00 siste børsdag før aksjene tas opp til børsnotering, jfr. § 18-2. Bare denne fristen må i så fall overholdes i forhold til hasteemisjonen, mens prospekt for den etterfølgende reparasjonsemisjonen utarbeides etter vphl § 5-1 og sendes børsen for kontroll senest en uke før tilbudet fremsettes, jfr. vphl § 5-7.<sup>58</sup>

En annen mulighet er at emisjonen rettes til enkelte aksjeeiere som samtidig forplikter seg til å videreselge en forholdsmessig andel til de øvrige aksjeeiere. Forskjellsbehandlingen utlignes på denne måten ved videresalget, og det åpnes derfor for rettede emisjoner selv til eksisterende aksjonærer. Dette innebærer en kjøpsrett for de forbigåtte aksjonærer<sup>59</sup> og forutsetter ikke ytterligere vedtak fra et selskapsorgan. Rettighetshaverne kan her få tvangsfullbyrdet kjøpet av sin forholdsmessige andel av emisjonen.<sup>60</sup> Dette er kun et obligasjonsrettslig krav og denne modellen kan heller ikke alene gjøre en rettet emisjon saklig begrunnet, men bidrar til å begrense skadevirkningene av den. Det skal således mer til før en slik emisjon betegnes som ”usaklig”.

---

<sup>58</sup> Etter § 5-2 er profesjonelle investorer også unntatt fra prospektplikten, og en emisjonen rettet til slike kan være tidsparende og saklig begrunnet dersom selskapet er i tidsklemme. (Truyen 2004 s.304)

<sup>59</sup> Truyen 2004 s.304, Bergo 2004 s.51.

<sup>60</sup> Truyen 2004 s.304.

## 4 Myndighetsmisbruk

### 4.1 Innledning

Begrensninger i adgangen til å foreta rettede emisjoner kan altså blant annet begrunnes ut fra behovet for å hindre at styret fremmer egne interesser og ut fra de enkelte aksjeeieres behov for likebehandling. For å ivareta disse behov inneholder lovgivningen positivt formulerte regler som fastlegger et generelt krav om likebehandling, som i børsforskriften § 23-8(1) som er behandlet i det foregående kapittel.

At styret kan gjennomføre emisjoner på grunnlag av fullmakt fra generalforsamlingen, medfører en økt fleksibilitet i beslutningsprosessen og emisjonen kan gjennomføres hurtig, uten innkallelse av generalforsamlingen. Denne økte fleksibiliteten kan medføre økt fare for myndighetsmisbruk og medfører derfor et enda større behov for regler som begrenser styrets handlefrihet. I tillegg til de positivt formulerte regler finnes det derfor materielle skranker for styrets kompetanse; en negativ avgrensning av majoritetskompetansen. Også disse begrenser styrets generelle adgang til å foreta rettede emisjoner.

### 4.2 Børsforskriften § 23-8(2)

#### 4.2.1 Innledning

En slik materiell begrensning er inntatt i børsforskriften § 23-8(2) hvor det heter at:

”I forbindelse med omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike, må utsteders styrende organer, tillitsvalgte eller ledende ansatte ikke treffe tiltak som er egnet til å gi dem selv, visse innehavere av finansielle instrumenter eller tredjemenn en urimelig fordel på

bekostning av andre innehavere eller utsteder. Det samme gjelder ved omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike innen konsern som utsteder inngår i.”

Bestemmelsen var ny da den kom inn i børsforskriften sammen med § 23-8(1). § 23-8(2) gjengir i det vesentlige generalklausulen i asal § 6-28(1), som er en av de viktigste materielle skrankene i allmennaksjeloven. Denne gir i generell form uttrykk for prinsippet om at styret skal søke å fremme selskapets og aksjeeiernes felles interesser i at selskapskapitalen øker og at aksjeeierne får avkastning på deres investering i selskapet.<sup>61</sup> § 6-28(1) lyder:

”Styret og andre som etter §§ 6-30 til 6-32 representerer selskapet, må ikke foreta noe som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning.”

Generalklausulene (§ 6-28(1) og den tilsvarende begrensning for generalforsamlingen i § 5-21) etablerer i praksis et bredt grunnlag for et minoritetsvern, som rekker videre enn både likhetsprinsippet og de enkelte regler om minoritetsrettigheter,<sup>62</sup> idet generalklausulene ikke bare hindrer forfordeling av aksjonærene, men også hindrer at noen gis en fordel på bekostning av selskapet eller at en utenforstående tredjemann gis en fordel på bekostning av aksjonærene eller selskapet. Dette er også tilfelle for bestemmelsen i børsforskriften.

Børsforskriftens bestemmelse fokuserer naturlig nok på tiltak i forbindelse med omsetning eller utstedelse av verdipapirer i foretaket. I tillegg inkluderer den i annet punktum også verdipapirer i andre foretak i samme konsern. Mens likebehandlingsplikten etter § 23-8(1), som er behandlet under punkt 3.2, i prinsippet gjelder for alle beslutninger i selskapet, er annet ledd en særregulering for forskjellsbehandling ved emisjoner og verdipapirhandel.<sup>63</sup>

Det må legges til grunn at det ikke har vært meningen å gi en regel som materielt avviker fra bestemmelsene i aksjeloven (og allmennaksjeloven) eller som forøvrig har

---

<sup>61</sup> Aksjeloven/allmennaksjeloven 2004 s.545.

<sup>62</sup> Woxholth 2004 s.61.

<sup>63</sup> Bergo 2004 s.140.

en annen rekkevidde enn disse bestemmelsene.<sup>64</sup> Det er rimelig å anta at det relativt langt på vei vil være det samme rettslige innhold i de to bestemmelsene.<sup>65</sup> Juridisk teori, forarbeider og rettspraksis relatert til allmennaksjeloven § 6-28(1) vil derfor bli brukt i den videre fremstilling som sammenligning og for å belyse problemstillinger som også vil gjøre seg gjeldende for børsforskriften.

Børsforskriftens myndighetsmisbruksbestemmelse har som likebehandlingskravet i første ledd en selvstendig betydning siden børsnoterte selskaper er underlagt et supplerende regelsett. Også der rettede emisjoner ikke utløser prospektplikt etter børsforskriften kapittel 18 og vphl § 5-1, gir § 23-8(2) en adgang for børsen til å vurdere påstander om usaklig forskjellsbehandling av aksjonærene direkte, for eksempel som en følge av at enkelte aksjonærer får adgang til å tegne aksjer til en kurs som hevdes å være ubegrunnet gunstig el.<sup>66</sup>

Et eksempel på at børsen kan gå inn og vurdere om det foreligger usaklig forskjellsbehandling på eget initiativ, er børsstyrets vedtak om CHS som nevnt under punkt 3.2.3.2. På anførsel fra selskapet om at det var lite naturlig at børsen skulle reagere på et angivelig brudd på likebehandlingskravet når ingen av aksjonærene overfor selskapet hadde gitt uttrykk for at de anså seg utsatt for forskjellsbehandling, bemerket børsen at ”markedet må ha tillit til at børsen på eget initiativ ser på forhold og hendelser rundt de noterte selskapene uten at dette krever at aksjonærer tar dette opp med børsen”.<sup>67</sup>

#### 4.2.2 Bestemmelsens innhold

En vurdering av i hvilken grad rettede emisjoner vil være i strid med myndighetsmisbruksregelen, nødvendiggjør en gjennomgang av bestemmelsens ulike vilkår.

---

<sup>64</sup> Endresen 1996 s.54.

<sup>65</sup> Ryel 1995 s.76.

<sup>66</sup> Ryel 1995 s.76.

<sup>67</sup> Vedtak og uttalelser 2003 s.88.



#### 4.2.2.1 Personelle vilkår

Pliktsubjektene i bestemmelsen er ”utsteders styrende organer, tillitsvalgte eller ledende ansatte”. Av disse har bare styret kompetanse til å foreta rettede emisjoner, og kun i hvilken grad bestemmelsen begrenser styrets kompetanse er derfor relevant. Dersom et erstatningsansvar skal gjøres gjeldende etter asal § 17-1, må kravet fremsettes mot de enkelte medlemmer av styret, ikke styret som organ. Styremedlemmene er tillitsmenn som handler for selskapet.<sup>68</sup> § 17-1 bygger på en forutsetning om at det gjelder en lojalitetsplikt for hvert enkelt styremedlem, og bestemmelsen hjemler et individuelt ansvar. Bestemmelsen hjemler bare et ansvar overfor selskapet som sådan, ansvaret overfor den enkelte aksjeeier er hjemlet i den ulovfestede culperegelen.

Rettighetssubjektene i bestemmelsen er ”andre innehavere” og ”utsteder”, det er kun forhold som berører disse som er relevante i i urimelighetsvurderingen. Det er sjelden problemer knyttet til avgjørelsen av hvem som er innehaver av finansielle instrumenter.<sup>69</sup> At det er ”andre” innehavere som vernes viser kun til at det er andre enn de innehavere som er gitt en fordel; det har skjedd en forfordeling av innehaverne.

Bestemmelsen rammer ikke bare de tilfeller der aksjonærene forfordes, men også de tilfeller der fordel gis på bekostning av utsteder. Utsteder, eller selskapet, er en juridisk person og har som sådan ingen separat eksistens eller egeninteresse.<sup>70</sup> ”Utsteder” må i denne sammenheng derfor være en henvisning til andre parter tilknyttet selskapet, og de tilfeller der noen gis en fordel på dissers bekostning rammes også.

En emisjon vil derimot aldri skje på bekostning av utsteder. Ettersom emisjonskursen ikke kan ligge under aksjenes pålydende<sup>71</sup> og selskapet ikke kan tegne egne aksjer<sup>72</sup> vil selskapet alltid bli tilført ny kapital både faktisk og regnskapsmessig.<sup>73</sup> Rettede

---

<sup>68</sup> Normann Aarum 1994 s.63.

<sup>69</sup> § 23-8 benyttet tidligere begrepet ”verdipapirer”, men ble endret språklig og i tråd med de terminologiske endringer som er skjedd i verdipapirhandelloven. Språkendringen er ikke ment å inneholde materielle endringer, jfr. Kommentarer til endringer i børsforskriften.

<sup>70</sup> Savela 1999 s.196.

<sup>71</sup> Asal § 2-12(1)

<sup>72</sup> Asal § 9-1(1)

<sup>73</sup> Truyen 2004 s.283. Dette gjelder også ved tingsinnskudd jfr. vilkåret i asal § 10-12(1) om at det må kunne balanseføres. Her kan det på den annen side gå utover selskapet dersom tingsinnskuddet verdsettes høyere enn dets virkelige verdi.

emisjoner reiser derfor kun spørsmål om urimelig fordel på bekostning av ”andre innehavere”.

#### 4.2.2.2 Materielle vilkår

Emisjonen må være egnet til å gi noen av de ovenfor nevnte pliktsubjekter, visse innehavere av finansielle instrumenter eller tredjemenn en urimelig fordel; at den viser seg å være uheldig for selskapet, er ikke tilstrekkelig.

#### Egnet til

Det er ikke nødvendig at emisjonen faktisk innebærer en urimelig fordel eller medfører en krenkelse av likhetsprinsippet og/eller vinningsformålet, det er nok at den er ”egnet” til det. Vilkåret skiller seg fra et krav om årsakssammenheng i tradisjonell forstand ettersom om den urimelige fordelten rent faktisk inntreffer altså ikke er avgjørende. Også fremtidige, potensielle virkninger av tiltaket inkluderes, hvilket medfører et økt minoritetsvern og forenkler bevisetemaet<sup>74</sup> slik at beslutning om utstedelse av konvertible lån, tegningsrettsaksjer og frittstående tegningsretter omfattes selv om den urimelige fordel det eventuelt innebærer, i så fall vil komme langt frem i tid.

For å avgjøre om emisjonen er egnet til å medføre en urimelig fordel, må forholdene på tidspunktet for emisjonsavgjørelsen være avgjørende. Dersom den i utgangspunktet ikke var egnet til det, men den som følge av etterfølgende omstendigheter medfører en fordel, vil dette ikke innebære misbruk av myndighet i bestemmelsens forstand. Motsatt vil bestemmelsen kunne være overtrådt hvis emisjonen da avgjørelsen ble tatt var egnet til å medføre en urimelig fordel for noen, selv om denne fordelten aldri oppsto. Virkningen av emisjonen i ettertid vil uansett kunne få betydning for bevisvurderingen når man skal ta stilling til om bestemmelsen er overtrådt.

---

<sup>74</sup> Mer om bevisbyrde, se Truyen 2004 kapittel 17.

Utsteders styrende organer, tillitsvalgte, ledende ansatte, visse innehavere av finansielle instrumenter eller tredjemenn

Det er ”utsteders styrende organer, tillitsvalgte, ledende ansatte, visse innehavere av finansielle instrumenter eller tredjemenn”, beslutningen må være egnet til å gi en urimelig fordel for at den skal være forbudt. Formuleringen er så vid at den ikke setter skranker for bestemmelsens anvendelsesområde, og misbruksregelen vil således kunne ramme alle rettede emisjoner, enten emisjonen rettes mot eksisterende aksjonærer eller tredjemann.

Tredjemann kan tilhøre en av de øvrige aktørgruppene som inkluderes i ”selskapsinteressen”, eksempelvis kreditorer eller ansatte, eller de kan være helt utenforstående uten noen tilknytning til selskapet. Som nevnt vil emisjoner rettet til tredjemann kunne være i strid med vinningsformålet, men ikke med likhetsprinsippet, og formuleringen fungerer slik som en bekreftelse på at bestemmelsen gjelder enten det er likhetsprinsippet eller vinningsformålet som krenkes, se figur under punkt 3.1.

### Fordelsvilkåret

Det er tiltak som er egnet til å gi noen en urimelig ”fordel” som ikke må treffes. Det fremkommer ikke nærmere av ordlyden hva som skal forstås med fordel, men begrepet antas å omfatte ethvert gode.<sup>75</sup> Ved rettede emisjoner vil fordelsbegrepet fange opp alle situasjoner hvor likhetsprinsippet eller vinningsformålet krenkes i forbindelse med omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter.<sup>76</sup> Et eksempel her er tegning til favørkurs sammenlignet med markedskurs på aksjene.

Det stilles ingen krav til hva fordelene skal bestå i, og det kan være rettigheter av både økonomisk og organisatorisk art.<sup>77</sup> Hva som utgjør en slik fordel vil i stor grad bero på skjønn og kan variere avhengig av den konkrete situasjon. Ved en rettet emisjon vil

---

<sup>75</sup> Truyen 2004 s.153.

<sup>76</sup> Truyen 2004 s.283 om § 5-21.

<sup>77</sup> Se Aksjeloven/allmennaksjeloven 2004 s.402-404. Se Truyen 2004 s.280 om skillet mellom de to typer fordeler.

fortrinnsretten alltid være fraveket, og den kan således innebære en krenkelse av både organisatoriske og økonomiske rettigheter.

En rettet emisjon resulterer i en utvanning av aksjonærenes andel av aksjekapitalen. De aksjonærer som deltar i emisjonen vil få en høyere andel av aksjene enn de hadde før emisjonen, hvilket medfører mer innflytelse. Et eksempel på et tilfelle som ble underkjent i domstolen er inntatt i RG 1990.1114 Gulating. Saken gjelder lovligheten av generalforsamlingsvedtak om kapitalforhøyelse i Unique A/S, der emisjonen ble rettet mot medarbeiderne i selskapet. Emisjonen ble underkjent idet retten kom til at siktemålet med emisjonen ikke var å tilføre selskapet kapital, men å endre styringsforholdene i selskapet. Vedtaket ble funnet å være truffet i den gruppe aksjonærer som var ansatte i selskapet sin interesse, på bekostning av de aksjonærer som ikke var ansatt og således ikke fikk ta del i emisjonen.

### Urimelighetsvilkåret

Dersom det er klart at den rettede emisjonen vil være en fordel for noen på bekostning av andre innehavere, blir spørsmålet hvor ufordelaktig det må være for disse for at det skal kvalifisere til å være ”urimelig” i lovens forstand.

Mens § 23-8(1) retter oppmerksomheten mot formålet med forskjellsbehandlingen og stiller krav til at formålet må være i selskapets interesse, er det i § 23-8(2) og asal § 6-28(1) virkningen for aksjonærene som forfordes som er i fokus. Det er altså en objektiv urimelighetsvurdering. Bergo hevder at forskjellen er mer tilsynelatende enn reell, for når man skal vurdere om en favorisering er urimelig, kan man vanskelig se bort fra begrunnelsen for den. Første og annet ledd må derfor etter Bergos syn sees i sammenheng og poenget er at en forskjellsbehandling er urimelig og forskriftsstridig dersom den ikke kan begrunnes i selskapets eller aksjonærenes felles interesser.<sup>78</sup>

Hovedfokus er likevel på virkningen av tiltaket, og motivet vil etter min mening bare kunne få en beskjeden betydning som supplement til den objektive vurderingen.

---

<sup>78</sup> Bergo 2004 s.138-139.

Dersom ikke organisatoriske eller økonomiske rettigheter er krenket, vil det heller ikke bli aktuelt å vurdere motivet for emisjonen. Beslutningen må kunne settes til side uten krav til subjektive forhold mv, og loven gir adgang til en overprøving av selve interesseavveiningen.<sup>79</sup>

I utgangspunktet skal det være en balanse mellom verdien av de aksjer som utstedes og det som ytes tilbake, både hva gjelder økonomiske og organisatoriske rettigheter. For de økonomiske rettigheter vil dette innebære at den pris som betales skal tilsvare verdien av aksjene. Ved rettede emisjoner vil det derimot ikke være mulig med en balanse mellom de organisatoriske rettigheter, ettersom ytelsen som mottas ikke er sammenlignbar med de organisatoriske rettigheter som utvannes ved emisjonen.<sup>80</sup>

Ut i fra en alminnelig språklig forståelse er ”urimelig” et relativt strengt begrep. Det må være et kvalifisert avvik mellom det man kan kalle en idealnorm, og den forskjellsbehandling som har funnet sted, for at tiltaket er urimelig i bestemmelsens forstand.<sup>81</sup> Flertallsprinsippet medfører at majoritetsaksjonærene gjennom valg av styremedlemmer til en viss grad kan forvalte selskapet mot minoritetsaksjonærenes vilje, jfr. punkt 3.1. For at noe skal være urimelig må det være et avvik fra idealsituasjonen som går ut over dette.

I forarbeidene til aksjeloven av 1976 blir utformingen av bestemmelsen drøftet, og valget sto mellom ”utilbørlig”, ”åpenbart urimelig” og ”urimelig”.<sup>82</sup> Departementet uttalte at

”[v]alget mellom disse alternativer har neppe stor praktisk betydning. Hovedsaken er at vedtak som gir en aksjeeier eller tredjemann fordeler til forfang for andre aksjeeiere eller selskapet, må bygge på et saklig og forsvarlig grunnlag. Hvor et slikt grunnlag mangler bør det reageres, og det vil man i praksis finne grunnlag for enten loven bruker det ene eller det annet av de uttrykk som er nevnt foran.”

---

<sup>79</sup> NOU 1991:25 s.42. Se også Andenæs 1998 s.237 via henvisning på s.298. Også domstolene har tilsatt seg dette synspunktet, se f.eks RG 2001 s.841. Disse synspunktene vil også gjøre seg gjeldende for børsforskriftens bestemmelse.

<sup>80</sup> Truyen 2004 s.293.

<sup>81</sup> Se Truyen 2004 s.293.

<sup>82</sup> Ot.prp.nr. 19 (1974-75) s.111-112.

At departementet så falt ned på ordet ”urimelig” uten noen nærmere redegjørelse, innebærer at den språklige nyanseforskjell mellom begrepene ikke medfører at ”urimelig” er å anse som et mindre strengt krav enn alternativene. I ”urimelig” antas altså å ligge at ikke enhver særfordel er forbudt, men at en eventuell særfordel må baseres på et saklig og forsvarlig grunnlag som er i selskapets og aksjeeiernes felles interesser.<sup>83</sup>

Det skal altså ikke mye til før rettede emisjoner utgjør en fordel, og ettersom den medfører varige endringer av selskapsforholdet skal det heller ikke mye til før den må sies å være urimelig. Som nevnt i forarbeidene gjengitt over må en urimelig fordel bygge på et saklig og forsvarlig grunnlag for å gå klar av bestemmelsen. Ettersom det skal lite til før en rettet emisjon utgjør en urimelig fordel, kreves det som hovedregel alltid et saklig og forsvarlig grunnlag for å foreta den, uansett hvem den er rettet til. Urimelighetsvurderingen ved rettede emisjoner er derfor i praksis sammenfallende med saklighetsvilkårets innhold.<sup>84</sup>

Hvorvidt en fordel er ”urimelig” eller basert på et saklig og forsvarlig grunnlag, må avgjøres med utgangspunkt i en konkret helhetsvurdering av det enkelte vedtak. Departementets uttalelser om valg av avveiningsmarkør kan betraktes som en bekreftelse på at urimelighetsvilkåret primært er et uttrykk for at det skal foretas en totalvurdering i lys av generalklausulens funksjon.<sup>85</sup>

Spørsmålet er om det foreligger proporsjonalitet mellom emisjonens umiddelbare krenkelse av aksjeminoritetens rettigheter og de fordeler emisjonsbeslutningen samlet sett er egnet til å medføre for selskapet.<sup>86</sup> Proporsjonalitetsvurderingen omfatter forholdet mellom emisjonens virkninger for vinningsformålet på kort og lang sikt, forholdet mellom forventet gevinstmaksimering og krenkelsen av organisatoriske rettigheter og mellom forventet gevinstmaksimering og eventuelle krenkelser av likhetsprinsippet. For en nærmere drøftelse, henvises det til punkt 3.2.3.2 foran.

---

<sup>83</sup> Bergo 2004 s.138-139. Se tilsvarende Aksjeloven/allmennaksjeloven 2004 s.546 og Lund 2004 s.512 ift. asal § 6-28(1).

<sup>84</sup> Truyen 2004 s.294.

<sup>85</sup> Truyen 2004 s.162.

<sup>86</sup> Truyen 2004 s.294

Meg bekjent, finnes det lite rettspraksis som kan danne grunnlag for å oppstille generelle retningslinjer for hvilke tilfeller som rammes av børsforskriften § 23-8(2) og asal § 6-28(1), og hvilke som faller utenfor. Blant de saker som kan illustrere problemstillingen, er en grunnleggende dom om ”Freia Chokoladefabrik” inntatt i Rt. 1922.272. Konkret dreide saken seg om generalforsamlingen ved flertallsbeslutning var berettiget til å anvende overskudd til opprettelse av et medisinsk forskningsfond, i strid med mindretallsaksjeeiernes interesser.

Generalforsamlingen hadde vedtatt å benytte noe av årets overskudd til opprettelse av ”A/S Freia Chokoladefabriks medicinske fond”, og en gruppe aksjonærer reiste søksmål og hevdet beslutningen var ulovlig idet den ”aaenbart strider baade mot selskapskontrakten og mot vedtægterne og ligger ganske utenfor selskapets formaal”.

Høyesterett fant at beslutningen måtte anses å være i selskapets interesse, siden gaven ville ha stor betydning for selskapet og dets fremtidige virke som reklame. Opprettelsen av fondet ville etter deres mening, til tross for det økonomiske offer gaven i øyeblikket innebar, være til selskapets fordel i det lange løp.

I dag er hovedregelen at gavedisposisjoner krever enstemmighet jfr. § 8-6(3). Her er likevel viktige unntak, som etter første ledd for bl.a gaver med allmennnyttige formål. Dette gjelder også for styret, men med et tilleggsvilkår om at gaven må være av liten betydning ift selskapets økonomiske stilling, jfr. annet ledd. Dommen illustrerer likevel at det finnes tilfeller der en fordel anses å ha et saklig og forsvarlig grunnlag selv om det ikke nødvendigvis tjener aksjonærenes interesse i økonomisk avkastning på deres investering. Dersom en emisjon skal rettes mot en ideell organisasjon må begrunnelsen utledes av vinningsformålet, og poenget må være at emisjonen skaper positiv oppmerksomhet om selskapet. Proporsjonalitetsvilkåret tilsier her at man må velge det alternativ som er minst inngripende for aksjeminoriteten, hvilket i utgangspunktet vil være den beslutning som ikke krenker organisatoriske rettigheter.<sup>87</sup> Saklighetskravet vil derfor ikke være oppfylt dersom en pengegave kunne hatt samme effekt.

---

<sup>87</sup> Truyen 2004 s.314.

Fra nyere rettspraksis kan dommen inntatt i RG 1996.491 Frostating være illustrerende. Saken gjaldt spørsmål om vedtak på generalforsamling om fravikelse av fortrinnsretten kunne settes til side som ugyldig etter misbruksregelen i aksjeloven av 1976. Tre av aksjonærene emisjonen var rettet mot, var nye eiere i selskapet, den siste hadde tidligere vært aksjonær. En av minoritetsaksjonærene mistet sine rettigheter i selskapet som resultat av emisjonen, og reiste søksmål mot selskapet.

Lagmannsretten i denne saken kom enstemmig frem til at fravikelsen var saklig begrunnet i selskapets interesse, og av sentral betydning var at selskapets økonomiske situasjon var prekær og at selskapet ikke hadde mulighet til å gjenvinne sin egenkapital ved ordinær drift. Egenkapitalen var tapt og virksomheten ble drevet for kreditorenes regning. I slike situasjoner må ansvaret for selskapets beste i hovedsak knytte seg til løsninger som tar hensyn til kreditorene og eventuelle ansattes interesse i at selskapet overlever, og hensynet til aksjonærene kommer i andre rekke.

Forfordeling og brudd på likebehandlingsprinsippet rammes hva enten det skyldes utenforliggende hensyn, vilkårlig eller usaklig forskjellsbehandling eller en urimelig avveining av de ulike aksjonærers interesser.<sup>88</sup> Om en rettet emisjon ikke rammes som ulovlig forskjellsbehandling, kan det likevel være grunner til ikke å foreta den. Det er viktig at markedet fremstår som rettferdig og de store aktørene forvalter selskapene i tråd med prinsippet om likebehandling av aksjonærene, og investorer kan ellers miste tilliten til markedet. En rettet emisjon kan også sies å være i strid med prinsippene om god eierstyring og selskapsledelse.



<sup>88</sup> Andenæs 1998 s.237 via henvisning på s.298.



#### 4.2.2.3 Prosessuelle vilkår

Bestemmelsen er rettet mot å ”treffe tiltak”. Asal § 6-28(1) er rettet mot å ”foreta noe”, og må således gjelde uansett om det er tale om en formell beslutning eller en faktisk handling uten tilknytning til noe bestemt styrevedtak.<sup>89</sup> Uttrykket ”noe” medfører at enhver type handling eller unnlatelse rammes. Dette har sammenheng med at styret som det utøvende organ har kompetanse til å foreta rettsstiftelser ved realakter.<sup>90</sup>

Ut i fra en alminnelig språklig forståelse er uttrykket ”foreta noe” mer omfattende enn ”treffe tiltak”. Aksjeloven av 1976 brukte derimot uttrykket ”treffe tiltak”, og i NOU 1992:29 er det uttalt at bortsett fra justeringer av paragrafhenvisninger og endringer av språklig art, svarer den nye paragrafen, der ordlyden er endret til ”foreta noe”, fullt ut til den tidligere bestemmelsen. Det var altså ikke tiltenkt en endring i bestemmelsens innhold da man gikk over fra ”treffe tiltak” til ”foreta noe”, og generalklausulene slik de er formulert i dag svarer fullt ut til 1976-loven §§ 9-16 og 8-14(1). Dette kan tale for at innholdet i børsforskriftens ”treffe tiltak” må sies å være sammenfallende med generalklausulens ”foreta noe”, altså at både formelle beslutninger og faktiske handlinger omfattes. I tillegg kommer at det må kunne legges til grunn at det ikke har vært meningen å gi en en regel i børsforskriften med en annen rekkevidde enn generalklausulen, og at det derfor langt på vei er det samme rettslige innhold i bestemmelsene.<sup>91</sup> Rettede emisjoner krever uansett beslutning fra styret jfr. § 10-17 (etter beslutning fra generalforsamlingen om fullmakt jfr. § 10-14).

Når asal § 6-28(1) bruker uttrykket ”må ikke” foreta noe, må dette i følge Andenæs trolig leses som om det stod ”må ikke uten samtykke fra samtlige berørte aksjonærer”.<sup>92</sup> Hvis dette stemmer, vil det være mulig for styret å gi tredjemann en ”urimelig fordel” dersom samtlige av aksjonærene samtykker i det, til tross for at det skjer på bekostning av selskapet og de øvrige aktører dette omfatter. Om uttrykket ”må ikke” kan tolkes slik vil derimot ikke drøftes nærmere her ettersom problemstillingen ikke er aktuell ved rettede emisjoner, jfr. punkt 4.2.2.1.

---

<sup>89</sup> Aksjeloven/allmennaksjeloven 2004 s.443.

<sup>90</sup> Truyen 2004 s.148.

<sup>91</sup> Endresen 1996 s.54, Ryel 1995 s.76.

<sup>92</sup> Andenæs 1998, s.237.

## II Begrensninger i oppkjøpssituasjoner

---

### 5 Verdipapirhandelloven § 4-17

#### 5.1 Innledning

Generelt begrenses altså styrets kompetanse til å foreta rettede emisjoner av de ordinære selskapsrettslige kompetansebegrensningene, så som likebehandlingsprinsippet og reglene om myndighetsmisbruk som er behandlet i del I. I tillegg til disse inntreer det ytterligere begrensninger i oppkjøpssituasjoner. De generelle begrensningene fortsetter også å gjelde, men vil naturlig nok komme mer i bakgrunnen ettersom de spesielle kompetansebegrensninger er både mer vidtrekkende og konkrete.

En bestemmelse som begrenser styrets handlefrihet ved oppkjøp er vphl § 4-17. Den relevante del av bestemmelsen lyder:

”Etter at selskapet er underrettet om at tilbud skal fremsettes etter § 4-1, § 4-2 tredje ledd eller § 4-6 og inntil tilbudsperioden er utløpt og resultatet klart, kan styret eller daglig leder ikke treffe vedtak om

1. utstedelse av aksjer eller andre finansielle instrumenter av selskapet eller av et datterselskap.

Denne paragraf gjelder ikke disposisjoner som er en del av selskapets normale løpende forretningsdrift, eller tilfeller der generalforsamlingen har gitt styret eller daglig leder fullmakt til å treffe de aktuelle vedtak med sikte på oppkjøpssituasjoner.”

## 5.2 Bakenforliggende hensyn

Bestemmelsen gjelder restriksjoner i styrets adgang til å treffe vedtak om visse tiltak som kan påvirke selskapets sammensetning og verdi og derved tilbyderens vurderinger og markedets og aksjonærenes holdning til tilbudet.<sup>93</sup> Formålet med bestemmelsen er å hindre at styret på egenhånd treffer vedtak om disposisjoner som øker eller reduserer selskapets størrelse. Slike disposisjoner kan føre til at selskapet endrer vesentlig karakter og kan få betydning for verdien av selskapet.<sup>94</sup> Regelen forbyr således ikke rettede emisjoner i oppkjøpssituasjoner, men innebærer at det må innkalles til ekstraordinær generalforsamling som kan vedta den rettede emisjon etter reglene i asal § 10-1(1), eller det må spesifiseres i fullmakten at den gjelder også i oppkjøpssituasjoner.

Denne begrensningen i styrets adgang til å iverksette forsvarstiltak kommer i tillegg til børsloven § 5-15, som inneholder begrensninger i adgangen til å foreta nettopp rettede emisjoner i oppkjøpssituasjoner, hvilket behandles nærmere i kapittel 6. LBO-utvalget mente erfaringene fra det norske verdipapirmarked tydet på at det var behov for nærmere regler som begrenset styrets handlingsfrihet i oppkjøpssituasjoner ut over forbudet i børsloven.<sup>95</sup> Hovedforskjellen er at vphl § 4-17 omfatter flere typer tiltak og derfor har stor betydning i forhold til tiltak som ikke var omfattet av børslovens bestemmelse. Bestemmelsen gjelder derimot bare ved pliktige tilbud. For adgangen til å foreta rettede emisjoner medførte ikke innføringen av § 4-17 store endringer.

I tillegg til målselskapet, vil partene i et overtakelsestilbud være tilbyder og aksjeeierne i målselskapet. Begge disse partene har behov for beskyttelse mot styret i målselskapets handlinger, og formålet med bestemmelsen er å begrense styrets handlefrihet i forhold til begge disse grupper.

Aksjeeierne har behov for beskyttelse fordi tiltak fra ledelsens side vil kunne være begrunnet i ledelsens egeninteresse og i realiteten medføre at selskapets ressurser benyttes til å ivareta disse interessene fremfor aksjeeiernes interesser.<sup>96</sup> Selve kjernen her er nettopp at det skal være aksjeeiernes eget valg om de ønsker å selge sine aksjer til

---

<sup>93</sup> NOU 1991:25 s.89.

<sup>94</sup> NOU 1991:25 s.71.

<sup>95</sup> NOU 1991:25 s.55

<sup>96</sup> NOU 1996:2 s.126, Ot.prp.nr. 29 (1996-97) s.81.

tilbyder, jfr. hovedprinsippet om at aksjer er fritt omsettelige. For at beslutningen om oppkjøp av selskapet reelt sett skal fattes av aksjeeierne og ikke av ledelsen, må ledelsen være lojale mot aksjonærenes interesser og ikke fremlegge en strategi mot oppkjøpet uten aksjeeiernes tilslutning. Dette er i samsvar med reglene i overtakelsesdirektivet artikkel 9, som jeg kommer tilbake til nedenfor i kapittel 7.

Tilbyder har på den annen side også behov for beskyttelse, ettersom vedkommende person eller selskap ikke har den samme mulighet til å sette vilkår og ta forbehold som ved et frivillig tilbud.<sup>97</sup> I et frivillig tilbud vil tilbyder kunne ta forbehold om at utsteder ikke skal utstede nye aksjer eller foreta andre strukturelle endringer. I en situasjon der han er forpliktet til å overta aksjene fra de av aksjonærene som aksepterer tilbudet,<sup>98</sup> bør tilbydereren derfor ha den beskyttelse som ligger i å forhindre selskapets styre i å foreta endringer i virksomheten av betydning.<sup>99</sup>

Hvis frivillige tilbud blir fremsatt som pliktige, såkalte ”uegentlige pliktige tilbud”, kan det ikke settes vilkår, og tilbyder har også i disse tilfellene et behov for beskyttelse. Materielt sett er disse tilbudene like som de pliktige. Etter § 4-1(5) gjelder tilbudsplikten også ”når erververen tidligere har fremsatt frivillig tilbud, med mindre det frivillige tilbudet var fremsatt i samsvar med reglene om pliktige tilbud og dette var opplyst i tilbudsdokumentet.” LBO-utvalgets § 5E(3), som tilsvarende § 4-17(1), skulle gjelde i tilfelle av ”tilbud på grunnlag av tilbudspliktreglene, eller etter...ubegrenset frivillig tilbud”. Begrensningene i § 4-17 gjelder etter dette trolig også de ”uegentlige pliktige tilbud.

### 5.3 Anvendelsesområde

Anvendelsesområdet for vphl § 4-17 er videre enn børsl § 5-15, ettersom den rammer flere handlingsalternativer enn rettede emisjoner. På den annen side har verdipapirhandellovens bestemmelse et snevrere anvendelsesområde siden den, i motsetning til børsløvens, ikke rammer frivillige tilbud som fremsettes før man har nådd

---

<sup>97</sup> Se §§ 4-10(3) og 4-18.

<sup>98</sup> Vphl § 4-1(1).

<sup>99</sup> Ot.prp.nr. 29 (1996-97) s.83.

grensen på 40 % eierandel, jfr. ”tilbud skal fremsettes etter § 4-1, § 4-2 tredje ledd eller § 4-6”.<sup>100</sup>

Før innholdet i bestemmelsen skal vurderes, er det nødvendig å se nærmere på i hvilket tidsrom styrets handlefrihet begrenses.

### 5.3.1 Begrensningens inntreden

#### 5.3.1.1 ”underrettet”

Styrets handlefrihet innskrenkes etter § 4-17 fra selskapet er ”underrettet” om at tilbud skal fremsettes. Det er ikke oppstilt noen formkrav til hvordan underretningen skal fremsettes, og bestemmelsen er taus med hensyn til hvem som skal stå for underrettelsen og hvem som skal underrettes.

Normalt vil det være tilbyder som står for underrettelsen. Når tilbudsplikt inntreder, skal han etter § 4-8 straks gi melding til børsen og til selskapet om det vil bli fremsatt tilbud eller om det vil foretas salg slik at tilbudsplikten bortfaller. Børsen skal offentliggjøre denne meldingen. Offentliggjøring anses skjedd når opplysningene er mottatt og distribuert i børsens informasjonssystem, jfr. børsforskriften § 23-2.

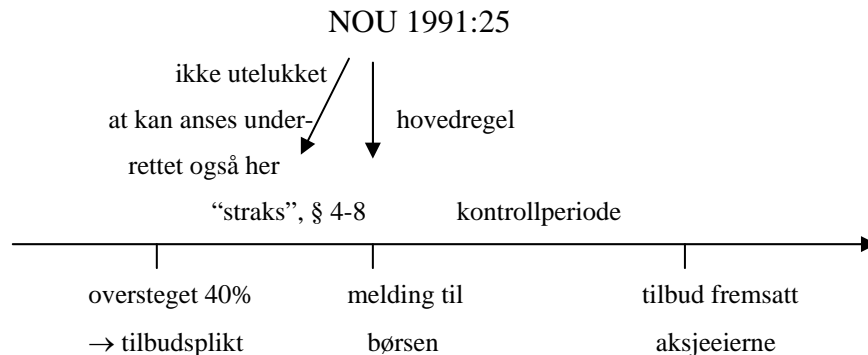
Et tilbud må godkjennes av børsen før det fremsettes jfr. § 4-14, og det vil derfor alltid gå en viss tid mellom det tidspunkt tilbudsplikt inntreder og det tidspunkt da tilbud kan fremsettes overfor aksjonærene. Meldingen etter § 4-8 gjør børsen oppmerksom på at tilbudsplikt er inntrådt, og klargjør for markedet om tilbud vil bli fremsatt til aksjonærene eller ikke.

I NOU 1991:25 heter det at underrettelsestidspunktet i utgangspunktet vil si fra det tidspunkt tilbyderen har inngitt melding om tilbudet til Oslo Børs, men at dette

---

<sup>100</sup> Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40 % av stemmene i et børsnotert selskap, plikter etter vphl § 4-1 jfr. §§ 4-8 og 4-9 enten å selge seg ned eller tilby de øvrige aksjonærer i selskapet å kjøpe deres aksjer. For oversikt over enkelte likheter etter vphl mellom frivillige og pliktige tilbud, se tabell 8.2.

imidlertid ikke utelukker at selskapet kan anses for å være underrettet på et tidligere tidspunkt, for eksempel ved direkte kontakt.<sup>101</sup>



I det endelige overtakelsesdirektivet begrenses kompetansen fra ledelsen har mottatt opplysninger som nevnt i artikkel 6 nr.1, hvilket sier at tilsynsmyndighetene skal informeres om tilbudet og at tilbud skal offentliggjøres uten opphold. Medlemsstatene kan derimot velge å benytte et tidligere tidspunkt, for eksempel det øyeblikk da målselskapet fikk kjennskap til at tilbud vil bli fremsatt, jfr. artikkel 9 nr.2(2) annet punktum. Direktivet åpner med andre ord også for at underrettelsen kan skje på et tidligere tidspunkt, men dette ble vedtatt etter verdipapirhandelloven trådte i kraft.

Ettersom melding til selskapet og til børsen må gis ”straks”, er det lite trolig at det vil gis underrettelse til selskapet i forkant av denne. Kravet gir ingen betenkningstid, og bør tas på ordet; melding må gis minutter etter at ervervet ble gjennomført.<sup>102</sup> Informasjonen i meldingen er kurssensitiv og den korte fristen ivaretar hensynet til markedets behov for en rask avklaring av om tilbud vil bli fremsatt eller ikke.<sup>103</sup> Overtredelser kan sanksjoneres med daglig mulkt jfr. § 14-1. At underrettelsen skjer så fort som mulig er også i tilbyders interesse, ettersom den begrenser styrets kompetanse med hensyn til mottiltak.

Et poeng i dette henseende er også at en eventuell melding før melding til Oslo Børs vil kunne trekkes tilbake,<sup>104</sup> mens en melding etter § 4-8 om at tilbud skal fremsettes vil være bindende. Bakgrunnen for dette er at melding om at tilbud vil bli fremsatt i en viss

<sup>101</sup> s.89-90.

<sup>102</sup> Verdipapirhandelloven 2002s 307.

<sup>103</sup> NOU 1996:2 s.121.

<sup>104</sup> Verdipapirhandelloven 2002 s.385.

grad kan ses som et tredjemannsløfte som gir de øvrige aksjonærene en berettiget forventning om at de vil gis rett til å få solgt sine aksjer, og at markedet vil innrette seg etter meldingen med de følger det kan få for aksjekursen.<sup>105</sup> Rimelighetshensyn vil her tilsi at tilbyder kan kreve den beskyttelse § 4-17 gir først etter at han selv har bundet seg ved en beslutning som ikke kan trekkes tilbake. Dersom det legges til grunn at selskapet er underrettet fra det tidspunkt tilbyderen har inngitt tilbudsmelding til børsen, gjør dette det også enklere å fastslå tidspunktet da kompetansen begrenses. Konklusjonen her er trolig at selv der selskapet blir underrettet i forkant av børsmeldingen, er selskapet underrettet i bestemmelsens forstand først når melding er distribuert i børsens informasjonssystem jfr § 4-8 og børsforskriften § 23-2. I så fall vil helgen utgjøre en priode der det kan diskuteres og eventuelt besluttet en rettet emisjon uavhengig av § 4-17, dersom selskapet får melding om mulig overtagelsestilbud fredag etter Børsens stengetid, og tilbyder må først sende melding til Børsen mandag morgen ved åpningstid.

Videre er det ”selskapet” som må underrettes om at tilbud skal fremsettes. Forarbeidene gir ingen nærmere veiledning om hvem som må informeres for at vilkåret skal være oppfylt. Er melding gitt til styre vil dette være tilstrekkelig, mens det som motsatt ytterpunkt ikke vil være tilstrekkelig at en enkeltaksjonær blir informert. Ettersom selskapet må anses å være underrettet fra tidspunktet da tilbudsmelding er gitt til børsen og offentliggjort, er problemstillingen om hvem som ville være kompetent til å motta en tidligere melding for at selskapet skal være underrettet, ikke av så stor interesse og drøftes ikke videre.

#### 5.3.1.2 ”tilbud skal fremsettes”

Etter ordlyden kreves det at selskapet er underrettet om at ”tilbud skal fremsettes”. Det er ikke noe vilkår at tilbud *er* fremsatt og tilbudsperioden har begynt å løpe,<sup>106</sup> men tilstrekkelig at det informeres om at slikt tilbud vil bli fremsatt på et senere tidspunkt.

---

<sup>105</sup> NOU 1996:2 s.121. Dersom det gis melding om at det vil foretas nedsalg, vil hensynet til at aksjonærene har innrettet seg etter meldingen ikke ha den samme vekt. Det gis her adgang til å skifte standpunkt og fremsette tilbud likevel.

<sup>106</sup> Tilbud skal fremsettes uten ugrunnet opphold og senest innen fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte, og skal omfatte alle selskapets aksjer, jfr. § 4-10.

Dersom det informeres om at grensen på 40% er passert, men at erververen vil "selge seg ned" i selskapet (jfr. § 4-1 jfr. §§ 4-8 og 4-9), vil ikke styrets handlefrihet begrenses.

### 5.3.2 Begrensningenes opphør

#### 5.3.2.1 "tilbudsperioden er utløpt"

Tilbud skal fremsettes uten ugrunnet opphold og senest innen fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte jfr. § 4-10(1). Etter § 4-11 skal tilbudet angi en frist for aksjeeier til å akseptere tilbudet, en tilbudsperiode, og fristen regnes fra den dagen selskapet mottok tilbudsdocumentet og aksjonærene hadde mulighet til å akseptere tilbudet.<sup>107</sup> Denne fristen kan ikke settes kortere enn fire uker og ikke lengre enn seks, og det skal angis hvordan tilbudet skal aksepteres jfr. § 4-13(2) nr. 6.

Fristens lengde er fastsatt ut fra en avveining av ulike hensyn. Hensynet til minoritetsaksjonærene tilsier at tilbudsperioden ikke skal være for kort, så de får tilstrekkelig tid til å vurdere tilbudet. Tilbyder har på sin side oftest interesse av å få en rask avklaring på hvor mange som aksepterer tilbudet, og gjennomføre oppkjøpet på kortest mulig tid ettersom han i denne perioden er pliktig å kjøpe de aksjer som tilbys uansett utviklingen i markedet. Det er også i aksjeeiernes og målselskapets interesse at det settes en maksimumslengde ettersom aksjeeierne slik ikke trenger vente for lenge på at oppgjør finner sted,<sup>108</sup> og målselskapets styres handlefrihet er ikke begrenset lenger enn nødvendig.

Tilbyder kan forbeholde seg retten til å forlenge tilbudsperioden, så lenge ikke forlengelsen fører til at den totale tilbudsperioden blir lengre enn seks uker.<sup>109</sup> Dersom det fremsettes nytt tilbud etter § 4-12, skal tilbudsperioden forlenges slik at det gjenstår minst to uker til fristens utløp.

---

<sup>107</sup> Verdipapirhandelloven 2002 s.353.

<sup>108</sup> Oppgjør skal finne sted snarest, og senest innen 14 dager etter tilbudsperiodens utløp, § 4-10(8).

<sup>109</sup> Verdipapirhandelloven 2002 s.353.



Den tilbudspliktige er som nevnt bundet av tilbudet og kan ikke omgjøre meldingen til en melding om nedsalg. Dersom melding i utgangspunktet gikk ut på nedsalg, kan den derimot endres til fremsettelse av tilbud. Dersom dette skulle skje, må det regnes en ny fristperiode for dette tilbudet.

#### 5.3.2.2 "resultatet er klart"

I tillegg til at tilbudsperioden må være utløpt, er det et vilkår at resultatet er klart. Det fremkommer ikke av ordlyden om "klart" refererer til situasjonen for oppkjøper eller målselskapet, eller hva som er det nærmere innhold i kravet.

LBO-utvalget kom til at det burde tas inn tilsvarende bestemmelser i verdipapirhandelloven som i forslaget til EFs trettende selskapsdirektiv, og ift direktivets forslags artikkel 8 ble det uttalt at den fastsatte de nærmere begrensninger på hva styret kan treffe av tiltak, "fra det tidspunkt styret er gjort kjent med tilbudet og til akseptperioden er utløpt".<sup>110</sup> Det kan ut fra dette virke som om styrets handlefrihet skulle begrenses inntil tilbudsperioden var over.

Under merknadene til de enkelte bestemmelsene heter det derimot at

"[d]et vil imidlertid i det enkelte tilfelle kunne tenkes at resultatet av oppkjøpet ikke vil være klart umiddelbart etter utløpet av tilbudsperioden, slik at det fortsatt vil være uklarhet omkring kontrollsituasjonen i selskapet. Det vil i en slik situasjon være uheldig om styret skulle kunne fatte vedtak som kan tenkes å stride mot interessene til en eventuell ny kontrollerende eier i selskapet."<sup>111</sup>

Formålet med tillegget om at "resultatet er klart" er altså å beskytte tilbyder så lenge det er "uklarhet omkring kontrollsituasjonen i selskapet". I tillegg til tilbudsperioden kan tilbyder gis en kort tilleggsperiode for å skaffe oversikt over hvor mange av aksjonærene som har akseptert tilbudet hans.

---

<sup>110</sup> NOU 1991:25 s.71.

<sup>111</sup> NOU 1991:25 s.90.

Bestemmelsen angir ikke hvordan det skal fremgå at resultatet er klart. Dersom alle aksepter fremsatt på den angitte måte, er talt, må resultatet sies å være klart. Ettersom det ikke kan stilles vilkår ved pliktige tilbud, er tilbyder forpliktet til å overta aksjene fra de som aksepterer tilbudet. Tilbyder må melde fra til børsen hver gang en terskel i § 3-2(1) passerer, men disse meldingene avklarer ikke om resultatet er klart. Etter KOM (90) 416, som ble brukt som modell, artikkel 8, skulle resultatet offentliggjøres snarest mulig etter tilbudsperiodens utløp. Likevel inneholder den norske bestemmelsen ingen regel om at resultatet skal offentliggjøres. At resultatet er ”klart” behøver ikke bety at det er offentlig kjent.<sup>112</sup> Når resultatet anses å være klart, må i mangel på en regel om offentliggjøring trolig bero på en konkret vurdering hvor avgjørende vekt legges på om formålet med bestemmelsen er ivaretatt. Om kontrollsituasjonen er klarlagt vil her være det sentrale.

#### 5.4 Bestemmelsens innhold

Etter § 4-17(1) nr. 1 kan styre ikke treffe vedtak om ”utstedelse av aksjer eller andre finansielle instrumenter av selskapet eller av et datterselskap”. Som tidligere nevnt, vil utstedelse av aksjer øke den samlede beholdning av aksjer og således fordyre eller muligens også forhindre tilbyder å oppnå ønsket grad av kontroll i selskapet.

##### 5.4.1 Personelle vilkår

Pliktsubjektet i bestemmelsen er styret, det er dette organet hvis kompetanse begrenses av bestemmelsen. Generalforsamlingens kompetanse begrenses derimot ikke, og generalforsamlingen kan derfor iverksette forsvartiltak også etter at tilbud er fremsatt.

---

<sup>112</sup> Bergo 2004 s.265.

#### 5.4.2 Materielle vilkår

Begrensningen gjelder "utstedelse av aksjer og andre finansielle instrumenter". Uttrykket "finansielle instrumenter" ble innført som koblingsord i 1997-loven til erstatning for "verdipapirer", for å harmonisere begrepene i ISD<sup>113</sup> og nasjonal rett.<sup>114</sup> Uttrykket omfatter alle typer finansielle instrumenter jfr. legaldefinisjonen i § 1-2(2).

I praksis vil begrensningen være mest aktuell i forhold til aksjer og finansielle instrumenter som gir rett til aksjer ved tegning eller konvertering.<sup>115</sup> Med "aksjer" menes andel i et allmennaksjeselskap jfr vphl § 4-1 om "norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk børs", og det forstås etter asal § 1-1 som ethvert selskap hvor ikke noen av deltakerne har personlig ansvar for selskapets forpliktelser, udelt eller for deler som tilsammen utgjør selskapets samlede forpliktelser.

Allmennaksjelovens kapittel 11 beskriver hvilke andre finansielle instrumenter enn aksjer et allmennaksjeselskap kan utstede. Disse er lån med rett til å kreve utstedt aksjer (lån med konverteringsrett), tegningsrettsaksjer og frittstående tegningsretter, hvilket alle er omsettelige verdipapirer etter "restebestemmelsen" i vphl § 1-2(3) nr. 3 om "alle andre verdipapirer som normalt omsettes og som gir en rett til å erverve ethvert slikt omsettelig verdipapir ved tegning eller ombytting, eller som gir rett til et kontantoppgjør". Ved alle de tre formene gis innehaveren rett til å bli aksjeeier, og utstedelse av disse typer omsettelige verdipapirer kan derfor medføre endringer i selskapsstrukturen.

I forbindelse med utstedelse av tegningsrettsaksjer og frittstående tegningsretter, kan det fastsettes at retten bare skal utløses dersom bestemte forutsetninger inntreffer,<sup>116</sup> så som dersom kontrollen i selskapet endres eller en aksjeeier overstiger en viss prosent. Dette vil kunne utgjøre et relativt effektivt forsvarsmiddel. En styrefullmakt etter § 10-14 gir derimot ikke styret kompetanse til å bestemme at de nye aksjene skal være tegningsrettsaksjer eller frittstående tegningsretter, og kapittel 11 II og III åpner ikke for at kompetansen delegeres til styret. Begrunnelsen var at ordningen var ny i norsk rett og

---

<sup>113</sup> Rådsdirektiv 93/22 om investeringstjenester i forbindelse med verdipapirer

<sup>114</sup> Verdipapirhandelloven 2002m.fl. s.44.

<sup>115</sup> Verdipapirhandelloven 2002m.fl. s.388.

<sup>116</sup> §§ 11-10(2) nr. 1 og 11-12(2) nr. 6.

at det derfor var en fordel om man vant mer erfaring med bruk av instrumentet før man eventuelt ga regler om styrefullmakt,<sup>117</sup> og det foreligger ingen endringer her foreløpig. Ettersom vphl § 4-17 kun begrenser bruk av styrefullmakt, vil ikke bruken av tegningsrettsaksjer og frittstående tegningsretter behandles noe videre her. Adgangen til å innkalle til generalforsamling med forslag om utstedelse av tegningsrettsaksjer eller frittstående tegningsretter er derimot ikke avskåret etter bestemmelsen, men prosessen er noe lengre. Selv om utstedelse av tegningsretter vil innebære en latent utvanningsmulighet også der de utstedes etter at tilbud er fremsatt, vil tegningsretter være mest effektive som forsvarsmiddel dersom de er i omløp når tilbud fremsettes, slik at de da kan innløses i nye aksjer.

Forbudet omfatter også kompetansen til å utstede aksjer eller andre finansielle instrumenter i datterselskaper. Verdipapirhandelloven inneholder ingen definisjon av datterselskap, men etter asal § 1-3 er dette selskaper som et annet selskap har bestemmende innflytelse over. Slik utstedelse vil normalt kunne besluttet av styret i morselskapet fordi styret i morselskapet er generalforsamling i et heleiet datterselskap. I praksis instrueres ofte styret i datterselskapet i en viss grad av morselskapet der dette ikke består av personer fra morselskapet, til tross for at de ikke har slik instruksjonsmyndighet. Begrensningen vil trolig også gjelde disse tilfellene.

Dersom et datterselskap er motivasjonen for et oppkjøpstilbud på morselskapet, kan utstedelse av aksjer i dette til en ”hvit ridder” medføre at tilbyder ikke vil få kontroll over datterselskapet selv om oppkjøpet av morselskapet blir vellykket. En rettet emisjon i datterselskapet ville slik kunne være et effektivt forsvarsmiddel for å gjøre oppkjøpet mindre attraktivt.



<sup>117</sup> NOU 1992:29, s.126, Ot.prp.nr. 36 (1993-94) s.118 og NOU 1996:3 s.81

## 5.5 Unntak

Det bør være en grense for hvilke restriksjoner som følger av et fremsatt oppkjøpstilbud<sup>118</sup> ettersom formålet med bestemmelsen ikke er å begrense selskapets normale drift. Etter bestemmelsens annet ledd gjelder det derfor enkelte unntak der disposisjoner foretatt i kraft av styrefullmakt som rent faktisk vil kunne vanskeliggjøre eller forhindre et oppkjøp, likevel er tillatt.

### 5.5.1 Selskapets normale løpende forretningsdrift

Det første unntaket gjelder disposisjoner som er en del av ”selskapets normale løpende forretningsdrift”. Grensedragningen mellom hva som er utslag av den normale løpende forretningsdrift og hva som er forsvarstiltak, beror på en konkret helhetsvurdering. Det kan være vanskelig å avgjøre om et tiltak faller på ene eller andre siden av denne grensen, men verdipapirhandellovutvalget antok at det likevel nok ville fremstå forholdsvis klart når et tiltak i praksis er et motstandstiltak fra selskapets styre.<sup>119</sup>

Ordlyden gir ingen veiledning ift hva som ligger i uttrykket. I NOU 1991:25 er det uttalt at disposisjoner som øker eller reduserer selskapets størrelse, kan medføre at selskapet endrer vesentlig karakter og få betydning for verdien av selskapet, og at vedtak om slike ikke bør kunne treffes av styret eller ledelsen på egen hånd i oppkjøpssituasjoner.<sup>120</sup> Disse anses med andre ord ikke å være en del av den normale løpende forretningsdrift. En rettet emisjon vil normalt ikke være en del av den normale løpende forretningsdrift ettersom det vil påvirke selskapets struktur og sammensetning, øke kapitalen og kan ha betydning for selskapets stilling og økonomi. Unntaket er ment som en ”sikkerhetsventil” for situasjoner hvor det likevel kan sies å være tilfelle.<sup>121</sup>

---

<sup>118</sup> NOU 1991:25 s.71.

<sup>119</sup> NOU 1996:2 s 126.

<sup>120</sup> NOU 1991:25 s.71.

<sup>121</sup> Verdipapirhandelloven 2002m.fl. s 391.

For eksempel vil utstedelse av nye aksjer etter regulær innløsning av konvertible obligasjoner eller opsjonsordninger for ansatte være en del av den normale løpende forretningsdrift.<sup>122</sup>

Dersom konvertible obligasjoner eller andre tegningsretter er utstedt med vilkår om at de for eksempel bare kan innløses dersom et oppkjøpstilbud er fremsatt, er det mer tvilsomt om innløsning kan anses å være del av den normale løpende forretningsdrift. I disse tilfellene vil det være nettopp i oppkjøpssituasjoner de kan innløses, ikke som en del av den alminnelige drift. I så fall vil styrefullmakten trolig formuleres slik at styret har kompetanse til å utstede aksjer i oppkjøpssituasjoner, se 5.4.2 under.

#### 5.5.2 Fullmakt med sikte på oppkjøpssituasjoner

Det andre unntaket gjelder der styret er gitt ”fullmakt med sikte på oppkjøpssituasjoner”. Det fremgår ikke hva fullmakten må inneholde for at den anses å være gitt med sikte på slike situasjoner.

Bakgrunnen for at verdipapirhandellovutvalget innførte begrensninger i styrets kompetanse i oppkjøpssituasjoner, var som nevnt å hindre en sammenblanding av egne interesser og misbruk av fullmakt gitt med tanke på andre situasjoner. Men der formålet med fullmakten nettopp var å gi styret anledning til å iverksette tiltak i oppkjøpssituasjoner, har generalforsamlingen uttrykkelig tatt stilling til forsvarstiltakene, og dette hensynet vil ikke gjøre seg gjeldende.

Dersom fullmakten er formulert slik at den uttrykkelig dekker tilfelle der selskapets aksjer tilbys kjøpt opp, og at formålet med fullmakten blant annet er å gi styret mulighet til å sette i kraft visse forsvarstiltak, vil dette være tilstrekkelig for at begrensningen i § 4-17 ikke kommer til anvendelse.<sup>123</sup>

---

<sup>122</sup> Bergo 2004 s.266.

<sup>123</sup> NOU 1996:2 s.126.

Heller ikke der fullmakt er gitt med sikte på oppkjøpssituasjoner er det et vilkår at fullmakten innhentes i den konkrete oppkjøpssituasjon. Etter asal § 10-14(3) kan styrefullmakt gis for maksimum to år om gangen. At generalforsamlingen har tatt stilling til forsvarstiltakene og at formålet med bestemmelsen derfor ikke gjør seg gjeldende, er således ikke alltid like treffende. Hvem som er aksjeeiere i selskapet og utgjør generalforsamlingen kan endres mye i løpet av to år, og selv om fullmakten gir uttrykk for aksjeeierfellesskapets interesser på vedtakstidspunktet, trenger ikke det lenger å være aksjeeierfellesskapets syn. Kontrollsituasjonen kan ha endret seg, og det finnes ikke nødvendigvis tilstrekkelig antall aksjeeiere som ville gitt styret fullmakt lenger. Det er heller ingen garanti for at styremedlemmene ikke tar i betraktning deres egne interesser i vurderingen av oppkjøpstilbudet, og i utnyttelsen av fullmakten. Riktignok kan generalforsamlingen vil kunne sette ytterligere vilkår for bruk av fullmakten, og de vilkår generalforsamlingen setter, vil ved senere beslutninger kunne endres eller justeres og fullmakten vil kunne kalles tilbake så lenge det ikke med hjemmel i fullmakten er skapt rettigheter for tredjemann.<sup>124</sup> Dette krever på den sin side innkalling til ekstraordinær generalforsamling med de frister som gjelder her. Unntaket i § 4-17(2) undergraver slik i en viss grad selve formålet med bestemmelsen, nemlig å hindre styret i å misbruke fullmakten for å fremme egne interesser.

ESL supplerer verdipapirhandellovens bestemmelser om begrensninger i selskapets handlefrihet etter at selskapet er underrettet om at pliktig tilbud vil bli fremsatt. Av punkt 13 følger at dersom det fremsettes et tilbud på selskapets aksjer, bør ikke selskapets styre utnytte emisjonsfullmakter eller treffe andre tiltak som søker å hindre gjennomføringen av tilbudet, uten at dette er godkjent av generalforsamlingen etter at tilbudet er kjent. Det er med andre ord ikke nok at generalforsamlingen på forhånd har gitt tillatelse til dette. Om styrefullmakter heter det i punkt 3 at adgangen til å gi styrefullmakt for inntil to år ikke bør benyttes ettersom selskapets situasjon, og aksjeeiernes vurdering av denne, kan endres i løpet av et år. Styrefullmakt til å foreta kapitalforhøyelser bør etter anbefalingen ikke gis for et tidsrom lenger enn frem til nete ordinære generalforsamling.

---

<sup>124</sup> Innstilling om lov om aksjeselskaper av 1970 s.99.

Kjernen her er som i artikkel 9 i takeoverdirektivet at det skal være opp til aksjonærene som eiere av selskapet, om forsvarstiltak skal iverksettes eller ikke. At generalforsamlingen på forhånd har gitt tillatelse til iverksettelse av forsvarstiltak, gjennom styrefullmakt, er ikke nok. Generalforsamlingen skal ha siste ord. Dette er derimot bare en anbefaling, og det finnes ingen sanksjonsmuligheter dersom et selskap ikke forklarer hvorfor de ikke følger anbefalingen.

Dersom en rettet emisjon faller inn under unntakene, vil adgangen til å foreta den likevel ikke være ubegrenset; de generelle begrensningene som følger av likhetsprinsippet og forbudet mot myndighetsmisbruk gjelder fremdeles og begrenser styrets kompetanse. Det kan derimot stilles spørsmål ved om aksjonærer som har gitt styret fullmakt med sikte på oppkjøpssituasjoner, samtidig har samtykket til en forskjellsbehandling slik at det skal mer til før likhetsprinsippet krenkes.



## 6 Børsloven § 5-15

### 6.1 Innledning

En annen bestemmelse som begrenser styrets handlefrihet i oppkjøpssituasjoner, er børsloven § 5-15. Bestemmelsens første punktum lyder:

”Styret i et børsnotert allmennaksjeselskap som befinner seg i en overtagelsessituasjon, kan ikke foreta en rettet emisjon til en eller flere bestemt angitte personer eller foretak på grunnlag av en fullmakt fra generalforsamlingen etter reglene i allmennaksjeloven § 10-14, med mindre fullmakten går ut på dette.”

På samme måte som etter vphl § 4-17 er formålet bak bestemmelsen å hindre at en fullmakt som kan være gitt med en helt annen situasjon for øyet, blir benyttet som et ledd i en kamp om selskapet, uten at det tilstrekkelige flertall av aksjonærene ønsker dette.<sup>125</sup> For mer utfyllende om hensynene bak bestemmelsen, vises det til kap 5. Anvendelsesområdet for bestemmelsen er derimot ikke sammenfallende med vphl § 4-17, så styrets kompetanse til å foreta rettede emisjoner kan begrenses også av denne bestemmelsen.

### 6.2 Anvendelsesområde

Som vphl § 4-17 gjelder også denne bestemmelsen allmennaksjeselskaper som definert i asal § 1-1; utenlandske selskaper børsnotert i Norge faller utenfor. Den viktigste forskjellen er at bestemmelsen får anvendelse også ved frivillige tilbud, ikke bare pliktige.<sup>126</sup> Styrets adgang til å foreta rettede emisjoner begrenses derfor også i disse tilfellene. I praksis foretas de langt fleste selskapsovertagelser som frivillige tilbud,

---

<sup>125</sup> NOU 1985:33 s.118 og Ot.prp.nr. 83 (1986-87) s.106. Etter forslag om ikke å videreføre bestemmelsen, ble den likevel stående uendret i loven av 2000, jfr. Ot.prp.nr. 73 (1999-2000) s.211.

<sup>126</sup> I høringsrunden ble reist forslag om at § 4-17 også burde gjelde ved frivillige tilbud, men dette ble ikke fulgt opp, se Ot.prp.nr. 29 (1996-97) s.83.

hvilket gjerne skyldes at det bare i frivillige tilbud kan oppstilles betingelser. Den beskyttelse verdipapirhandelloven § 4-17 gir aksjonærene i målselskapet, vil altså bare gjelde i et mindretall av de selskapsovertagelser som normalt finner sted. Selv om det ved frivillige tilbud ikke er det samme behov for beskyttelse av tilbyder, beskytter børsloven slik aksjonærene mot styre også i disse tilfellene.

Ved revisjonen av loven foreslo børslovutvalget ikke å videreføre denne bestemmelsen, ettersom vphl § 4-17 omfattet utstedelse av aksjer eller andre finansielle instrumenter i tillegg til andre tiltak. Oslo Børs mente derimot at nettopp fordi de fleste tilbud som fremsettes er frivillige og derfor ikke omfattes av vphl § 4-17, fylte den daværende børsloven § 4-9 et svært viktig formål, og burde videreføres. Det ville etter deres oppfatning være unaturlig å redusere aksjonærenes beskyttelse ytterligere ved å oppheve bestemmelsen.<sup>127</sup>

På bakgrunn av dette, samt at det trolig var politisk enighet om takeoverdirektivet, som ville kreve slik restriksjoner også ved frivillige tilbud, sa departementet seg enig med Oslo Børs og foreslo videreføring av bestemmelsen i den nåværende § 5-15.

### 6.2.1 "Overtagelsessituasjon"

Etter vphl § 4-17 kan ikke styret utstede nye aksjer fra selskapet er underrettet om at tilbud skal fremsettes, hvilket som hovedregel vil være fra melding etter § 4-8 er offentliggjort i form av å være distribuert i børsens informasjonssystem, og inntil tilbudsperioden er utløpt, med et eventuelt tillegg for tilbyder til å skaffe oversikt over hvor mange som har akseptert tilbudet, jfr. kap. 4. I børsloven § 5-15 er perioden der handlefriheten innskrenkes, oppgitt som en "overtagelsessituasjon". For å avgjøre om styrets kompetanse innskrenkes også utenfor perioden i vphl § 4-17, må innholdet i begrepet avklares.

Ordlyden gir ikke nærmere informasjon om hva som ligger i begrepet "overtagelsessituasjon". Som nevnt i definisjonskapittelet siktes det med "oppkjøp"

---

<sup>127</sup> Ot.prp.nr. 73 (1999-2000) s.124-125.

eller ”overtagelse” til de situasjoner der noen kjøper aksjer i et selskap for å oppnå hel eller delvis kontroll i selskapet. En overtagelsessituasjon vil etter dette trolig være en situasjon der slikt kontrollskifte kan tenkes å inntreffe.

Dersom målselskapet har mottatt et tilbud, vil det være klart at selskapet er i en overtagelsessituasjon. På den annen side vil aksjekjøp i alminnelighet selvsagt ikke være nok til at det kan være tale om en overtagelsessituasjon; det kreves noe mer konkret for at styrets kompetanse blir innskrenket.

Bergo mener begrepet må kunne tolkes temmelig vidt og også omfatte større oppkjøp i markedet. Dette kan etter min mening bli en for vid tolkning. Med ”overtagelse” siktes det som sagt til situasjoner der noen kjøper aksjer med det mål å oppnå hel eller eventuell delvis kontroll i et selskap. Dersom noen i løpet av en kort tidsperiode kjøper seg opp til en større aksjepost, kan det være at vedkommende ønsker kontroll i selskapet, men det behøver ikke være tilfellet. For at det skal være en overtagelsessituasjon må det derfor være konkrete holdepunkter for at dette er hensikten med kjøpene, det er ikke tilstrekkelig at kjøpene overgår en viss størrelse. Formålet med bestemmelsen er ikke å ramme selskapets virksomhet eller bruk av fullmakten slik den var tenkt å brukes.

Uttalelsene i forarbeidene i forbindelse med videreføringen av bestemmelsen støtter opp under at begrepet ikke kan tolkes for vidt. Kredittilsynet sa seg for eksempel enig i at dagjeldende børslov § 4-9 ”ikke bør videreføres ettersom verdipapirhandelloven § 4-17 nå regulerer de samme forhold”. At departementet likevel valgte å videreføre børslovens bestemmelse, var begrunnet i det viktige formål den har ved frivillige tilbud, ikke at den gjelder et helt annet tidsrom.

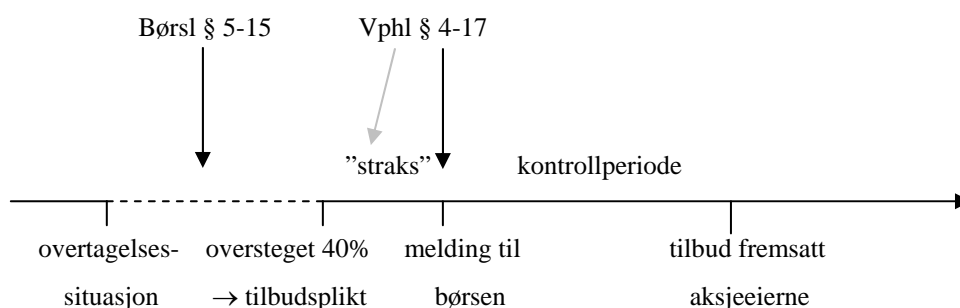
Likevel vil begrepet kunne omfatte situasjoner før selskapet er underrettet, og styrets handlefrihet innskrenkes i så fall tidligere enn etter § 4-17. Når selskapet befinner seg i en overtakelsessituasjon i bestemmelsens forstand, må avgjøres konkret i det enkelte tilfelle, og særlig vil graden av kursrelevans være av betydning. Etter børsloven § 4-7 har børsnoterte selskaper plikt til å gi børsen opplysninger av betydning for en riktig vurdering av verdipapirene, og nærmere regler er fastsatt i børsforskriften § 5-2 hvor det heter at:

”Selskapet skal uoppfordret og umiddelbart gi børsen opplysninger, herunder om endringer i forhold som tidligere er meddelt børsen, som må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer.”

Tidspunktet for når opplysningsplikt utløses, vil kunne være veiledende for når selskapet sies å være i en overtagelsessituasjon. Børsklagenemden mener det ikke er et vilkår om sannsynlighetsovervekt, men må bero på en konkret vurdering av forhandlingene i det enkelte tilfellet og om opplysningen om kontakten mv må anses å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer. Opplysningsplikten her går som hovedregel foran det enkelte selskaps behov for hemmelighold.<sup>128</sup>

Opplysning om et mulig overtagelsestilbud vil typisk være kursrelevant i ikke uvesentlig grad, og det er viktig at slik kursrelevant informasjon tilflyter markedsaktørene. Opplysningsplikt kan derfor foreligge før målselskapet faktisk har mottatt overtagelsestilbud. I vurderingen av når opplysningsplikt utløses, vil det i tillegg til graden av kursrelevans, være av betydning i hvilken grad målselskapet har deltatt aktivt i forberedelsen av fremsettelse av overtagelsestilbud, og på hvilket nivå i selskapet kontakten har foregått.

I Børsklagenemdens sak 2/97 ble Vital Forsikring AS ilagt et overtredelsesgebyr for ikke å ha informert børsen om et mulig oppkjøp tidlig nok. Børsklagenemden kom til at det forelå forhold som utløste opplysningsplikt på et tidligere tidspunkt enn da de mottok overtagelsestilbudet.



<sup>128</sup> Børsklagenemden sak 2/97 pkt 7.2.1.

Styrets adgang til å foreta rettede emisjoner innskrenkes slik ytterligere av børsloven § 5-15 ettersom begrensningen kan inntre på tidligere tidspunkt enn i vphl § 4-17, eksempelvis der selskapet er informert om at tilbyder overveier å fremsette et tilbud og det fremstår som en realistisk mulighet at de vil gjøre det.

Begrensningen i vphl § 4-17 gjelder inntil tilbudsperioden er over og resultatet er klart, hvilket medfører en eventuell tilleggsperiode for å få oversikt over akseptene og kontrollsituasjonen, jfr. kap 5. Ettersom børsl § 5-15 også gjelder frivillige tilbud, vil det kunne settes som vilkår at det gis konsesjon el. I disse tilfellene må selskapet anses å være i en overtagelsessituasjon til dette er avklart, ettersom det er et vilkår for at tilbyder overtar aksjene.

### 6.3 Begrensningens innhold og unntak

Det er styrets kompetanse som begrenses også her, og det materielle innhold og unntaket for tilfeller der styret har fullmakt som angir at den kan brukes i oppkjøpssituasjoner, er sammenfallende med vphl § 4-17. Det vises derfor til fremstillingen i kapittel 5.

## **7 Takeoverdirektivet og dets betydning i norsk rett**

### **7.1 Innledning**

Norge er forpliktet til å ha et regelverk som er i overensstemmelse med EU-reglene, jfr. EØS-loven § 1, og EØS-avtalen artikkel 7b slår fast at også EU-direktiver er rettslig bindende for Norge. Overtakelsesdirektivet vedtatt i 2004 er derfor en relevant rettskilde på området for selskapsoppkjøp. Norge plikter å gjennomføre direktivet i norsk rett, endre eventuelle regler som er motstridende, og foreslå utfyllende regler ettersom det er et rammedirektiv. Et lovutvalg ble oppnevnt av regjeringen 7. juli 2004 og har som mandat å foreslå de nødvendige regelverksendringer for å gjennomføre blant annet dette direktivet. Utvalget skal avgi sin utredning innen 20. august 2005, hvilket er etter leveringstidspunktet for denne avhandlingen.

Norges forpliktelse til å ha samsvarende regler med EU-direktivet, nødvendiggjør en kort gjennomgang av de bestemmelser i direktivet som er aktuelle i forhold til bestemmelsene drøftet i kapittel 5 og 6, og i hvilken grad det vil oppstå et behov for å endre den norske lovgivningen her. Av plassmessige hensyn påpekes eventuelle ulikheter bare kort.

### **7.2 Kort historikk**

EU-landene har i 15 år forsøkt å komme til enighet om et trettende selskapsdirektiv om overtakelsestilbud. Det første forslaget er datert så tidlig som 16. februar 1989 (KOM(88) 823), men det har vært uenighet på enkelte punkter, blant annet om adgangen til å iverksette forsvarstiltak ved oppkjøp. Særlig har Tyskland bidratt til å vanskeliggjøre prosessen, ettersom de i høy grad tillot forsvarstiltak og derfor hadde vanskelig for å gå med på restriksjonene direktivet innebar.

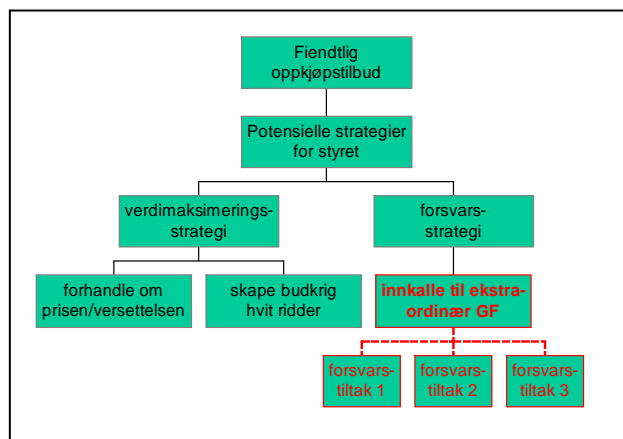
Til slutt har medlemslandene likevel lyktes i å komme til enighet og få direktivet vedtatt av Europaparlamentet, og etter direktivets artikkel 21 nr. 1 skal medlemsstatene ha inkorporert direktivet senest 20. mai 2006. Resultatet er et kompromiss, hvor medlemslandene etter artikkel 12 kan velge om de vil la restriksjonene i artikkel 9 nr. 2 og 3 komme til anvendelse. Dersom et medlemsland velger å se bort fra disse, kan de enkelte selskaper registrert i det landet, likevel velge å underlegge seg restriksjonene. I medlemsstater der restriksjonene ikke kommer til anvendelse, kan det gis fritak for de selskaper som likevel har underlagt seg disse, hvis de blir omfattet av et tilbud fra et selskap som ikke er underlagt restriksjonene. Med andre ord kan styret iverksette forsvarsmidler uten hensyn til bestemmelsen mot et oppkjøpsforsøk fra et selskap som selv ikke er underlagt restriksjonene.

Direktivet medfører ikke den harmonisering som det i utgangspunktet var tiltenkt ettersom det kun er et rammeverk og medlemslandene er gitt valgmuligheter ved utformingen av de utfyllende regler. Direktivet er således på mange måter en skygge av det opprinnelige forslaget.

### 7.3 De relevante bestemmelser for forsvarstiltak

Direktivet tar blant annet sikte på å sikre minoritetsaksjonærenes interesser og at aksjonærene skal ha innflytelse over eventuelle forsvarstiltak som iverksettes. Direktivet er et minimumsdirektiv, hvilket innebærer at medlemslandene fritt kan fastsette strengere regler dersom det er ønskelig.

Direktivets artikkel 9 regulerer styrets kompetanse i oppkjøpssituasjoner, og kommer til anvendelse både ved frivillige og pliktige tilbud. Det materielle innhold i artikkelen er kort at styret i oppkjøpssituasjoner må få forhåndsgodkjennelse fra generalforsamlingen før det iverksetter forsvarstiltak som kan vanskeliggjøre eller hindre oppkjøpsforsøket. Unntak gjelder for undersøkelse av konkurrerende bud; styret trenger ikke forhåndsgodkjennelse fra generalforsamlingen for å bringe inn en hvit ridder med et høyere bud.



Paragraf 2 og 3 lyder:

During the period referred to in the second paragraph, the board of the offeree company shall obtain the prior authorisation of the general meeting of shareholders given for this purpose before taking any action other than seeking alternative bids, which may result in the frustration of the bid and in particular before issuing any shares which may result in a lasting impediment to the offeror's acquiring control of the offeree company.

Such authorization shall be mandatory at least from the time the board of the offeree company receives the information referred to in the first sentence of Article 6(1) concerning the bid and until the result of the bid is made public or the bid lapses. Member States may require that such authorization be obtained at an earlier stage, for example as soon as the board of the offeree company becomes aware that the bid is imminent.

As regards decisions taken before the beginning of the period referred to in the second subparagraph of paragraph 2 and not yet partly or fully implemented, the general meeting of shareholders shall approve or confirm any decision which does not form part of the normal course of the company's business and the implementation of which may result in the frustration of the bid.

## 7.4 Virkninger for norsk rett

Norsk regelverk oppfyller i det vesentlige kravene i direktivet.<sup>129</sup> Likevel er det nødvendig med noen justeringer enkelte steder der reglene ikke er helt i samsvar. Dette gjelder blant annet vphl § 4-17 og børs § 5-15.

<sup>129</sup> Tilgang: <http://odin.dep.no/europaportalen/norsk/eos/p30005486/p30005489/032141-130310/hov019-bn!30005489.html>



Vphl § 4-17 ble laget med KOM (90) 416 som utgangspunkt.<sup>130</sup> Direktivforslaget ble derimot ikke vedtatt, og det endelige direktivets artikkel 9 har en annerledes oppbygning enn daværende artikkel 8. Fra å være en liste over tiltak som ikke kunne iverksettes, er artikkelen nå en positivt formulert bestemmelse om at tiltak må godkjennes av generalforsamlingen etter at oppkjøpstilbud er kjent for målselskapet.

For å være i samsvar med direktivet, må for det første vphl § 4-17 gjøres gjeldende også for frivillige tilbud. Børsl § 5-15 gjelder på sin side allerede også for frivillige tilbud.

Uten å gå nærmere inn på terminologi, må ”etter at selskapet er underrettet om at tilbud skal fremsettes” i vphl § 4-17 sies å være innholdsmessig likt ”from the time the board of the offeree company receives the information referred to in the first sentence of Article 6(1) concerning the bid”, hvilket er at tilsynsmyndigheten skal orienteres og tilbudet skal offentliggjøres straks. Tidspunktet for begrensningens inntreden er da i overensstemmelse med direktivet. At børsloven åpner for at kompetansen begrenses på et noe tidligere tidspunkt, medfører ingen problemer ettersom direktivet er et minimumsdirektiv.

Tidspunktet for begrensningenes opphørstidspunkt er noe ulikt. Det første alternativ om at ”the bid lapses”, må antas å være sammenfallende med ”tilbudsperioden er utløpt” i § 4-17. Når tilbudsperioden er utløpt, er det ikke lenger mulig å akseptere tilbudet. Derimot inneholder verken vphl § 4-17 eller børsl § 5-15 noe om offentliggjøring av resultatet. Her vil det muligens bli gjort endringer slik at en regel om offentliggjøring av resultatet utarbeides.

Det materielle innhold i bestemmelsene er heller ikke fullt ut i samsvar med direktivet. Direktivet krever innkallelse til generalforsamling uansett for at det skal kunne iverksettes forsvartiltak. Det norske unntaket om fullmakt med sikte på oppkjøpssituasjoner vil være i strid med dette, og generalforsamlingen må innkalles også i disse tilfellene.

---

<sup>130</sup> Se NOU 1991:25 s.71 om at det etter LBO-utvalgets mening ”bør tas inn tilsvarende bestemmelser i verdipapirhandelloven” og NOU 1996:2 s.126 om at verdipapirhandellovutvalget sluttet seg til at det bør innføres begrensninger som foreslått av LBO-utvalget .

Etter paragraf 3 skal generalforsamlingen også godkjenne disposisjoner som er vedtatt før oppkjøpsperioden starter, dersom de enda ikke er gjennomført. Dette gjelder derimot ikke disposisjoner som er en del av den alminnelige drift. Norsk lovgivning inneholder også et unntak for normal løpende forretningsdrift, men her skilles det ikke mellom disposisjoner vedtatt før og etter kompetansen begrenses. Muligens må dette endres slik at generalforsamlingen må innkalles i sistnevnte tilfelle.

Det materielle innhold i ESL er på sin side i samsvar med bestemmelsene i artikkel 9. I punkt 13 om overtakelse heter det at "[d]ersom det fremsettes et tilbud på selskapets aksjer, bør ikke selskapets styre utnytte emisjonsfullmakter eller treffe andre tiltak som søker å hindre gjennomføringen av tilbudet, uten at dette er godkjent av generalforsamlingen etter at tilbudet er kjent".

En slik åpenhet omkring oppkjøpssituasjoner som både direktivet og ESL legger opp til, vil bidra til en større likebehandling av aksjeeierne i selskapet.



## 8 Tabeller

### 8.1 Eierandel og medførende kontroll

Eierandel	Hva andelen eksempelvis medfører av kontroll ol
> 90%	Kan tvangsutløse minoritetsaksjonærene jfr. asal § 4-25
>2/3	Kan endre vedtektene, asal § 5-18, og fatte beslutninger som krever tilsvarende flertall, f.eks nettopp rettede emisjoner jfr. asal § 10-5.
>50%	Flertall på generalforsamlingen og avgjør sammensetningen av styret, asal §§ 6-3 jfr 5-17, og kontrollerer således forvaltningen av styret, asal 6-12 flg.
>40%	Utløser pliktig tilbud jfr. vphl § 4-1 flg.
>1/3	Negativ kontroll. Kan hindre vedtak som krever kvalifisert flertall, f.eks rettet emisjon. Graden av kontroll avhenger av selskapets struktur.
>10%	Kan blokkere oppkjøpssituasjon. Rett til kreve granskning § 5-25(2), rett til reise erstatningssøksmål mot medlem av ledelsen, § 17-4.
<10%	Kan bli tvangsutløst, asal § 4-25.
>5%	Rett til innkalle til ekstraordinær generalforsamling, asal § 5-7(2), begjære oppnevnt ekstra revisor, asal § 7-3 (2), begjære fastsettelse av høyere utbytte, asal § 8-4(1).

## 8.2 Frivillige vs pliktige tilbud

# Frivillige vs pliktige tilbud

### Frivillig tilbud, < 40%

- Likebehandling: Forbud mot forskjellsbehandling i § 4-10 (9) jfr. § 4-18 (1) hvis overstiger 40% dersom tilbudet aksepteres av de som kan benytte det.
- Tilbudsperiode: Ingen fristregler, men må angis i tilbudsdokumentet hvis kan overstige 40%, § 4-13 (2) nr.6 jfr. § 4-18.
- Betingelser: Tilbudet kan gjøres betinget, f.eks med minstekrav til akseptandel.
- Selskapets uttalelse: Styret må avgi uttalelse senest en uke før tilbudsperiodens utløp dersom kan overstige 40%, §§ 4-16 jfr. 4-18.
- Pris: Ingen regler.
- Oppgjør: Ingen regler; kan skje i annet enn penger (f.eks aksjer).
- Pliktig tilbud utløses dersom akseptgraden gjør at vedkommende overstiger 40%. Ny runde etter disse reglene, med mindre det frivillige tilbud ble gjort etter reglene om pliktige tilbud. (→)

### Pliktig tilbud, > 40%

- Likebehandling: Tilbyder skal ikke forskjellsbehandle aksjeeiere ved fremsettelse av tilbud, vphl § 4-10 (9).
- Tilbudsperiode: Må angis i tilbudsdokumentet, § 4-13 (2) nr.6, må være mellom 4 og 6 uker, § 4-11. Ved nytt tilbud, uansett to uker igjen av fristen, § 4-12.
- Betingelser: Tilbudet kan ikke gjøres betinget, § 4-10 (3).
- Selskapets uttalelse: Styret må avgi uttalelse senest en uke før tilbudsperiodens utløp, § 4-16.
- Pris: Minst like høy som høyeste tilbyder har betalt/ avtalt siste 6 mnd før tilbudsplikt inntrådte, § 4-10 (4).
- Oppgjør: Skal skje i penger, m.m. velger annet og skal garanteres av finansinstitusjon, § 4-10 (6) og (7). Skal finne sted innen snarest og senest innen 14 dager etter tilbudsperiodens utløp, § 4-10 (8).

## 9 Litteraturliste

### 9.1 Lover

EØS-loven	Lov av 27. november 1992 nr. 109 om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS)
Asl	Lov av 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper
Asal	Lov av 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper
Vphl	Lov av 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel
Regnskl	Lov av 17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskap
Børsl	Lov av 17. november 2000 nr. 80 om børsvirksomhet

### 9.2 Forskrifter

Børsforskriften	Forskrift 17. januar 1994 nr. 30: børsforskrift
-----------------	---

### 9.3 Børssirkulære

Børssirkulære 5/2004	<i>God børsskikk ved gjennomføring av transaksjoner der aksjonærene risikerer å lide tap ved passivitet</i>
Børssirkulære 7/2003	<i>Eierstyring og selskapsledelse (Corporate Governance)</i>
Børssirkulære 2/99	<i>Selskapenes erverv av egne aksjer</i>
Børssirkulære 8/2004	<i>Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse (Corporate Governance)</i>

### 9.4 Anbefalinger

*Norsk anbefaling om eierstyring og selskapsledelse* av 7. desember 2004.  
NAU skrift nr. 7 *Egne aksjer*

### 9.5 Lovforarbeider

NOU 1992: 29	<i>Lov om aksjeselskaper (aksjeloven)</i>
Otprp.nr 36(1993-94)	<i>Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven)</i>
Innst.O.nr.45(1994-95)	<i>Innstilling frå justiskomiteen om lov om aksjeselskap (aksjeloven)</i>

NOU 1996: 2	<i>Verdipapirhandel</i>
Otprp.nr 29(1996-97)	<i>Om lov om verdipapirhandel</i>
Innst.O.nr 83 (1996-97)	<i>Innstilling fra finanskomiteen om lov om verdipapirhandel.</i>
NOU 1991: 25	<i>Lånefinansierte selskapsoppkjøp</i>
NOU 1996: 3	<i>Ny aksjelovgivning</i>
Otprp.nr 23(1996-97)	<i>Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeselskaper)</i>
Otprp.nr 39(1996-97)	<i>Om lov endringer i annen lovgivning som følge av ny aksjelovgivning m.v.</i>
Innst.O.nr. 80 (1996-97)	<i>Innstilling frå justiskomiteen om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven), og om endringar i anna lovgjeving som følgje av ny aksjelovgjeving m.m.</i>
Otprp.nr 19(1974-75)	<i>Om lov om aksjeselskaper</i>
Innstilling om lov om aksjeselskaper, 1970	
NOU 1999: 3	<i>Organisering av børsvirksomhet m.m.</i>
Ot.prp.nr. 73 (1999-2000)	<i>Om lov om børsvirksomhet m.m</i>
Innst.O.nr. 3 (2000-2001)	<i>Innstilling fra finanskomiteen om lov om børsvirksomhet m.m.</i>
NOU 1985:33	<i>Lov om verdipapirbørs (børsloven)</i>
Ot.prp.nr. 83 (1986-1987)	<i>Om lov om verdipapirbørs(børsloven)</i>
Innst.O.nr. 90 (1987-1988)	<i>Innstilling fra finanskomiteen om lov om verdipapirbørs (børsloven)</i>

## 9.6 Trykket litteratur

Aksjeloven/Allmenn- aksjeloven 2004	<i>Aksjeloven og allmennaksjeloven, kommentarutgave.</i> Aarbakke, Magnus...(et al.) 2. utg, Oslo: Universitetsforlaget, 2004. ISBN 82-15-00536-5.
Andenæs 1998	Andenæs, Mads Henry, <i>Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper.</i> 1.utg. Oslo 1998. ISBN 82-91064-12-1
Bergo 2004	Bergo, Knut, <i>Børs- og verdipapirrett.</i> Oslo: J.W. Cappelens Forlag AS, 2004. ISBN 82-02-21851-9.
Bergo 1998	Bergo, Knut, <i>Børs- og verdipapirrett.</i> Oslo: Cappelen Akademisk Forlag AS, 1998. ISBN 82-456-0466-6
Bergström 1994	Bergström, Clas, Högfeldt, Peter og Samuelsson, Per, <i>Om kravet på likabehandling av aktieägare.</i> I: Tidsskrift for Rettsvitenskap, Årg. 107 (1994) s. 117-166.
Borgen 2003	Borgen, Marius, <i>Frittstående tegningsretter til aksjer.</i> I: Tidsskrift for Forretningsjus, Årg. 9 (2003) s. 110-165.

- Bugge 2001 Bugge, Amund Fougner, *Forsvarstiltak mot fiendtlige oppkjøp*. I: Tidsskrift for Forretningsjus, Årg. 7 (2001), s. 411-430. Gyldendal Akademisk. ISSN 0805-4355
- Endresen 1996 Endresen, Clement, "*Selskapets interesse*" som retningsgivende for den nærmere forståelse av plikten til "likebehandling av aksjonærene". Særlig om objektselskapets medvirkning til spredningssalg. I: Tidsskrift for forretningsjus, Årg. 2 (1996) nr. 3, s. 45-68.
- EØS-rett 2004 *EØS-rett*, Sejersted, Fredrik (et.al) Oslo: Universitetsforlaget, 2004. ISBN 82-15-00127-0.
- Ferran 1999 Ferran, Eilís, *Company law and corporate finance*. New York: Oxford University Press Inc, 1999. ISBN 0-19-876392-1.
- Guldborg 1990 Guldborg, Jens, Høg, Dorte og Lassen, Dorte, *Takeovers. Børsnoterede selskabers muligheder for at gennemføre/forhindre en fjendtlig overtagelse*. FSRs Forlag, 1990. ISBN 87-7747-018-4.
- Hansen 2003 Hansen, Jesper Lau (red.), *Nordisk børsret*. Danmark: Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, 2003. ISBN 87-574-0886-6.
- Lund 2004 Lund, Frithjof, *Styremedlemmers uavhengighet*. I: Tidsskrift for forretningsjus, Årg. 10 (2004), s. 467-525.
- Meyer 1998 Meyer, Christine (red.) og Boye, Knut, *Fusjoner og oppkjøp*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag, 1998. ISBN 82-456-0556-5
- Normann Aarum 1994 Normann Aarum, Kristin, *Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper*. Oslo, Ad Notam Gyldendal AS, 1994. ISBN 82-417-0390-2.
- Ryel 1995 Ryel, Marius, *Børsens kontroll av aksjerettslige forhold*. I: Tidsskrift for Forretningsjus, Årg. 1 (1995) nr. 1, s. 63-78.
- Savela 1999 Savela, Ari, *Hostile takeovers and directors*. Turku: Gummerus printing Ltd, 1999. ISBN 951-29-1439-5.
- Settnes 2004 Settnes, Marianne, Dam Nielsen, Annette og Schou, Regina, *Fondsbørsens vejledning om overtagelsestilbud*. I: Nordisk Tidsskrift for selskapsrett nr. 2 2004, s.192-206.

- Smith 1988                Smith, Lucy, *Kampen på aksjemarkedet. En rettslig studie av selskapsovertak og forsvarstiltak*. Oslo: Universitetsforlaget, 1988.  
ISBN 82-00-02667-1.
- Solem 2001                Solem, Eirik, *Salg av "kronjuveler"*. I: Tidsskrift for forretningsjus, Årg. 7 (2001), s. 451-488. Gyldendal Akademisk. ISSN 0805-4355
- Sundby 2003                Sundby, Anne Cathrine, *EUs arbeid med modernisering av selskapsretten*. I: Tidsskrift for forretningsjus, Årg. 9 (2003), s. 427-471.  
ISSN 0805-4355.
- Truyen 2004                Truyen, Filip, *Aksjonærenes myndighetsmisbruk*. Bergen 2004.
- Verdipapirhandel-        *Verdipapirhandelloven; kommentarutgave*. Bechmann, Tor...(et  
loven 2002                al.) Oslo: Universitetsforlaget, 2002.  
ISBN 82-15-00142-4.
- Werlauff 1991                Werlauff, Erik, *Selskabsmasken*. København, 1991.
- Woxholth 2004                Woxholth, Geir, *Selskapsrett*. 1. utg. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS, 2004.  
ISBN 82-05-32907-9.

## 9.7 Elektronisk litteratur, avisartikler og annet

Pender, Kathleen, *Poison pill's a tough tactic to swallow*. I: San Francisco Chronicle, tirsdag 23. november 2004.

Becht, Marco, *Reciprocity in Takeovers*. ECARES, Université Libre de Bruxelles & ECGI. 16 oktober 2003.

Coates, John C, *Ownership, Takeovers and EU-Law*. Discussion Paper No. 450, 12/2003, The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series.  
Tilgang: [www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/)

*Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward*. Tilgang: [www.europa.eu.int/eur-lex/pri/en/dpi/cnc/doc/2003/com2003\\_0284en01.doc](http://www.europa.eu.int/eur-lex/pri/en/dpi/cnc/doc/2003/com2003_0284en01.doc)

[www.sharkrepellent.net](http://www.sharkrepellent.net)  
[www.oslobors.no](http://www.oslobors.no)  
[www.eu.europa.int](http://www.eu.europa.int)



A



C